

米国の新しい最善の利益規制と日本のNISAの抜本的 拡充で一層インデックスファンドに資金が向かう!?

～米国と日本のアクティブ運用投信とパッシブ運用投信のフロー(資金の流れ)と制度・規制(日銀ETF買い入れ)、総経費率/エクスペンスレシオ～

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治
窪田 真美

※三菱UFJ国際投信がお届けする、NISAなど内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

●米国のアクティブ運用投信とパッシブ運用投信(インデックスファンド)のフローと制度・規制

米国でファイナンシャル・アドバイザーに対するフィデューシヤリー・デューティー(Fiduciary Duty, FD)が強化される。

2022年7月1日から米国の投資アドバイザーは退職口座関連のアドバイスについて、顧客の最善の利益となる投資アドバイスを提供する事(理論的根拠を書面で開示する事)、正当な報酬のみを請求する事となった(後述※1 参照)。

FD強化の流れは世界金融危機(2008年9月15日のリーマン・ショック等)後の2010年7月21日に成立した「金融規制改革法(ウォールストリート改革・消費者保護法、通称:ドッド・フランクリン法)」によるもので、欧州やアジアにも近いものがある。グローバルなトレンドでもある(当コラム筆者が2003年から寄稿している月刊「投資信託事情」の2015年12月号～ <https://www.am.mufg.jp/text/kam151228.pdf>、日米英豪加～2019年1月28日付日本版ISAの道 その253「投信コスト(手数料等)の長期国際比較 2018」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190128.pdf)。



米国の個人投資家への投資アドバイス及び推奨等に対する
アドバイザー/ブローカーやルール(案)について～FD別～

2022年5月16日現在

*FD…フィデューシヤリー・デューティー。下記はルール施行前の状態。

SEC投資顧問法
フィデューシヤ
リー・デュー
ティー・
ルール
(1940年投資顧問法)

口座	アドバイザー (投資顧問業務)	ブローカレッジ (証券売買業務)
一般口座	FDあり (受託者責任基準 /fiduciary standard) (※1)	FDなし (適合性基準 /suitability standard) (※1)
退職口座	FDあり (受託者責任基準 /fiduciary standard) (※1)	FDなし (適合性基準 /suitability standard) (※1)

SECルールのReg BI

(最善の利益規制/レギュレーション・ベスト・インタレスト/Regulation Best Interest)
*2018年4月18日に当初案承認、2019年6月5日に最終案承認、Reg BIは2019年9月10日施行、2020年6月30日までに遵守。

DOL/労働省ルール

(DOLフィデューシヤリー・デューティー・ルール)
*民主党主導のDOLルールは2018年6月21日に無効確定。共和党主導のDOLルールは2021年2月16日施行、2022年6月

※1: アドバイザー業務の「FD」ありは「注意義務/duty of care」と「忠実義務/duty of loyalty(受益者の利益)」からなる。前者「注意義務」は、1) **アドバイスを与える時は顧客の最善の利益で行動する事/Acting in the clients' best interest when giving advice**、2) 取引は最良執行する事/Getting best execution on trades、3) 投資ポートフォリオのモニタリングを継続する事/Ongoing monitoring of investment portfoliosからなる。後者「忠実義務」は、アドバイザーが自分の利益を後回しにしても忠実に義務を果たす事。SECルールの中心的存在の「最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI」は、前者「注意義務」の1) **アドバイスを与える時は顧客の最善の利益で行動する事**だけである。SECルールでは、2) 取引は最良執行する事、3) 投資ポートフォリオのモニタリングを継続する事、後者「忠実義務」も、関係無い。2019年7月22日付日本版ISAの道 その274「米国版「顧客本位の業務運営」SEC「最善の利益規制」は9月10日施行(アドバイザー解釈は7月12日施行)! 労働長官辞任で新・労働省フィデューシヤリー・ルール12月公表が遅れる? 新しいCFPF「倫理規定と行為基準」施行日がReg BI遵守日と同じ来年6月30日に!!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190722.pdf)を参照の事。

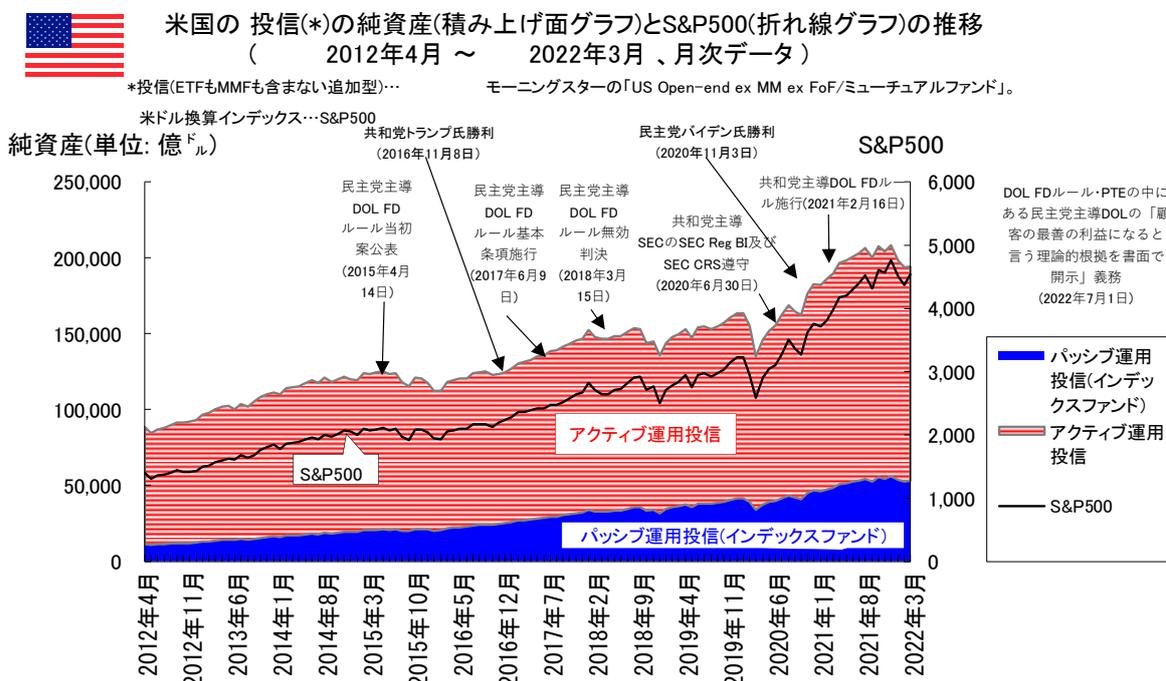
(出所: 米DOL/労働省及び米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

FD強化により顧客の「最善の利益」を満たす事がアドバイザーに求められ、低コストのパッシブ運用投信(インデックスファンド)やETFに資金を向かわせる大きな原因ともなってきた (月刊「投資信託事情」2016年10月号～

https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_161017.pdf)。なお、パッシブ運用投信(インデックスファンド)と言う呼び名は、アクティブ運用投信と共に、米FINRA(Financial Industry Regulatory Authority、米国金融取引業規制機構)の「**アクティブ運用投信/actively managed funds**もしくは**アクティブ・ファンド/active fund**は**マーケット・インデックス/market index**または**ベンチマーク/benchmark**にアウトパフォームする事を目的とするもので、パッシブ運用投信/passively managed fundsもしくは**パッシブ・ファンド/passive funds**(インデックスファンド/index fundsとしても知られている)は**ベンチマークをアウトパフォームする事ではなくベンチマークのパフォーマンスを複製する事を目的とする。**」(FINRA「Mutual Funds: Active vs. Passive Management」

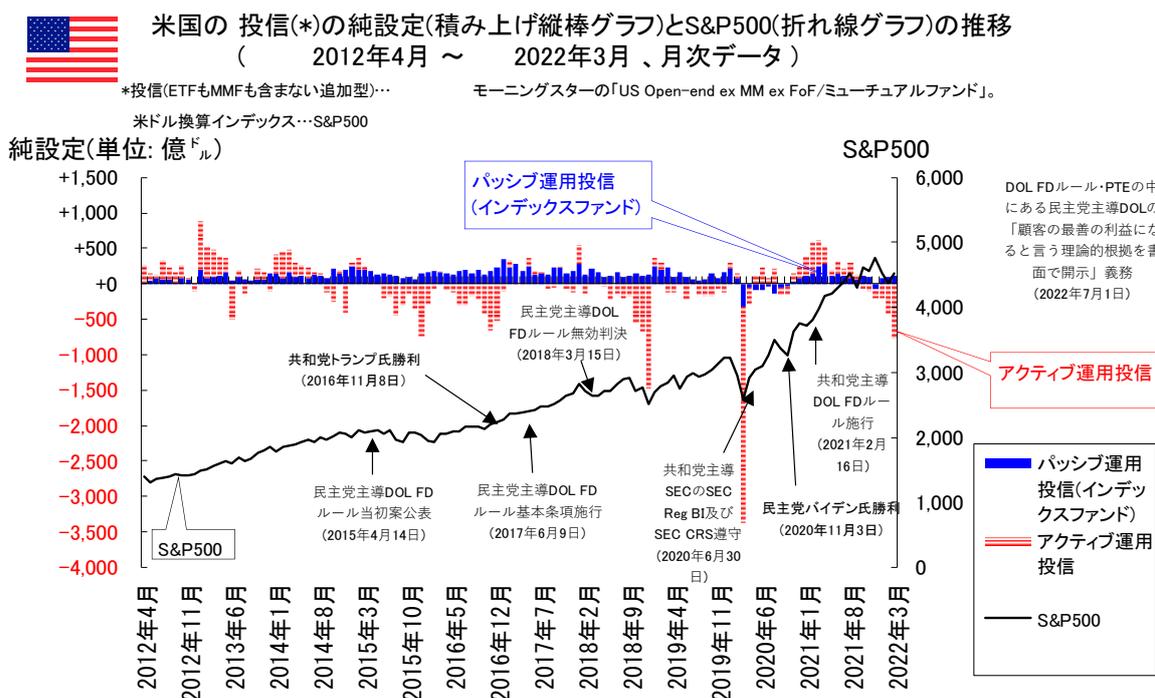
～ <https://www.finra.org/investors/learn-to-invest/types-investments/investment-funds/mutual-funds/active-passive>)を参考とした。

米ミューチュアルファンド(ETFもMMFも含まない追加型)のフロー(資金の流れ)を制度・規制と共に見たのが下記図表。純資産をアクティブ運用投信とパッシブ運用投信(インデックスファンド)に分け積み上げており、その合計は2021年12月末に20兆8,196億ドル/約2,395兆9,170億円と過去最大(2022年3月末は19兆4,286億ドル/約2,364兆4,611億円)。**アクティブ運用投信の割合が72.5%と過去最低を付ける中、パッシブ運用投信(インデックスファンド)の割合は27.5%と過去最高を付けている**(パッシブ運用投信純資産は2021年12月末の5兆6,217億ドル/646兆9,455億円が過去最大)。



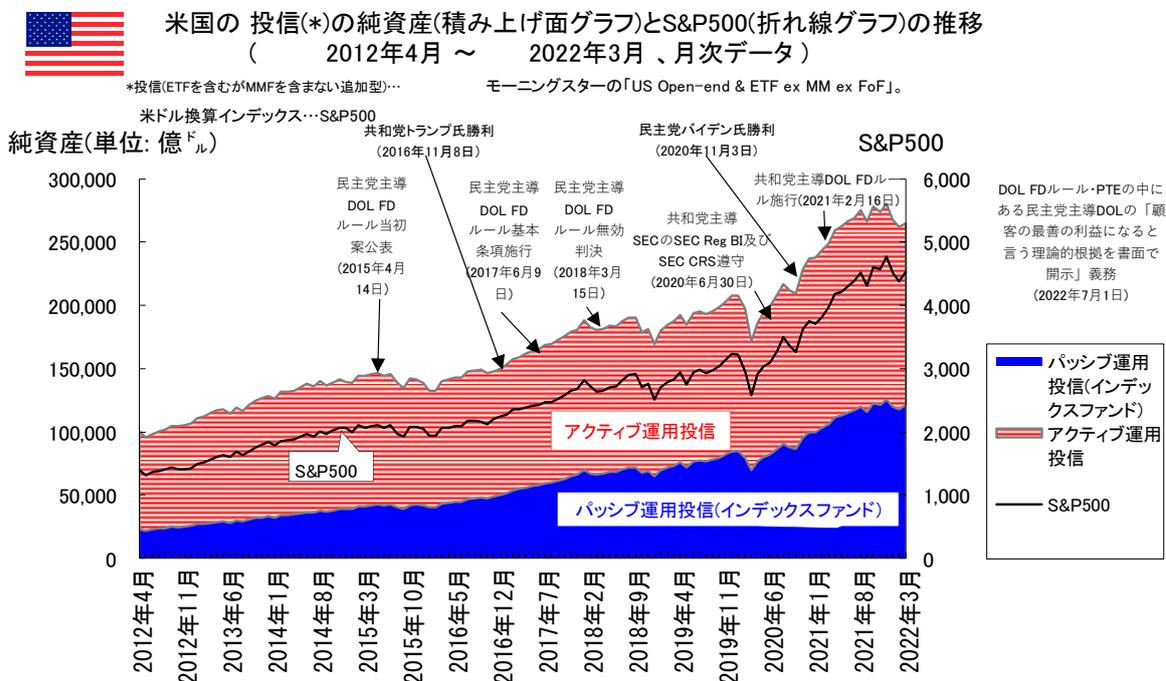
(出所: Morningstar Direct、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

2022年3月にアクティブ運用投信の純設定が-781億ドル/約9兆5,010億円と6カ月連続純流出で2020年3月以来の大きな純流出となる中(2020年3月に-3,367億ドル/約3兆2,091億円の純流出と過去最大の純流出)、パッシブ運用投信の純設定が+107億ドル/1兆3,073億円と3カ月連続純流入で安定的な純流入傾向となっている。



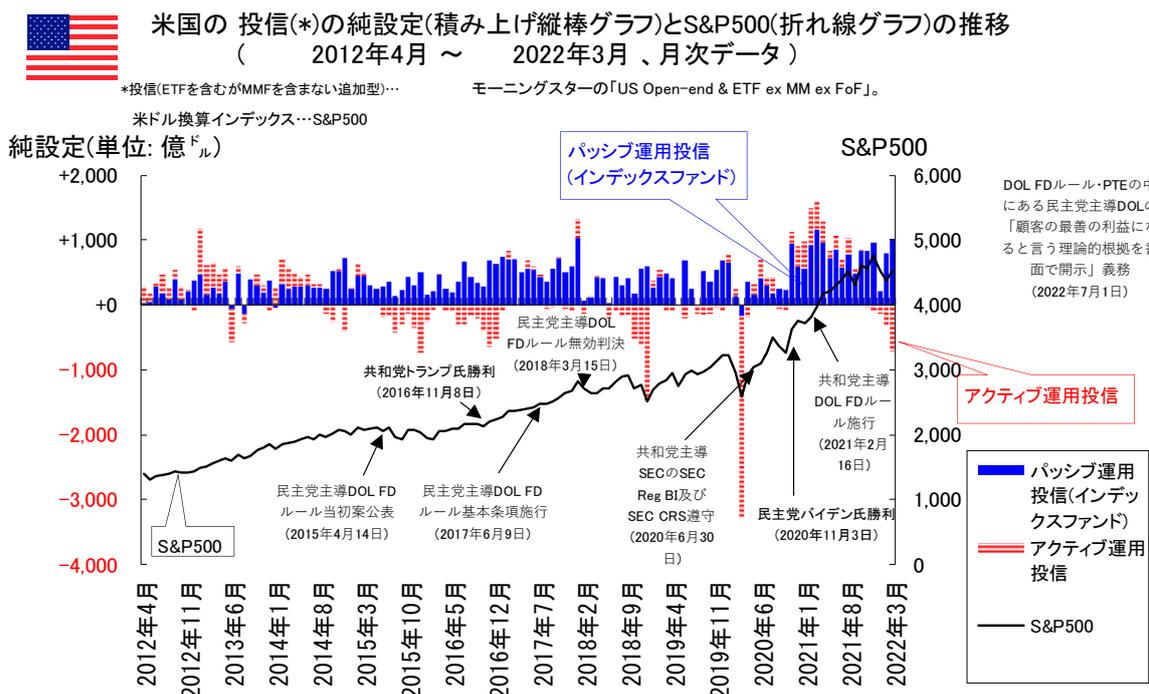
(出所: Morningstar Direct、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

次いで米ミューチュアルファンドにETFを加えた米投信(ETFを含むがMMFを含まない追加型)のフローを制度・規制と共に見たのが下記図表(2022年3月末の純資産でETFのパッシブ投信の割合は95.7%)。やはり純資産をアクティブ運用投信とパッシブ運用投信(インデックスファンド)に分け積み上げており、その合計は2021年12月末に28兆491億ドル/約3,227兆8,946億円と月末ベースで過去最大(2022年3月末は26兆4,863億ドル/約3,223兆3,830億円)。**アクティブ運用投信の割合が54.3%と過去最低を付ける中、パッシブ運用投信の割合は45.7%と過去最高を付けている(純資産は2021年12月末の12兆5,678億ドル/1,446兆2,990億円が過去最大)。**ミューチュアルファンドだけの割合(27.5%)よりかなり大きな割合となる。



(出所: Morningstar Direct, ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

2022年3月にアクティブ運用投信の純設定が-714億ドル/約8兆6,909億円と5カ月連続純流出で2020年3月以来の大きな純流出となる中(2020年3月に-3,106億ドル/約3兆4,070億円の純流出と過去最大の純流出)、パッシブ運用投信の純設定が+1,011億ドル/12兆2,986億円と2020年4月以来連続純流入で安定的な純流入傾向となっている。



(出所: Morningstar Direct, ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

●日本のアクティブ運用投信とパッシブ運用投信のフローと制度・規制(日銀 ETF 買い入れ)

前述してきた通り、米国でフィデューシャリー・デューティー(Fiduciary Duty, FD)が強化される中、**日本でも2017年3月30日に金融庁は「顧客本位の業務運営に関する原則」を確定し**(<https://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1.html>)、**2021年1月15日には金融庁が「顧客本位の業務運営に関する原則」の改訂を行い、重要情報シート導入となっている**

(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210115-1.html> 、参考にした海外事例は2021年3月22日付日本版ISAの道その330「日本の金融庁『重要情報シート』」
～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf)。

「顧客本位の業務運営に関する原則」には、「顧客の最善の利益の追求」、「利益相反の適切な管理」、「手数料等の明確化」などが列挙されている(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20210115-1/02.pdf>)。「**日本の投資信託の大半が契約型であり、米国で主流のミューチュアルファンド(会社型)とは異なり、顧客のみに対してフィデューシャリー・デューティーを負って運用会社に対する牽制機能を果たす独立の主体が存在しない。**」ものの(2020年6月19日付金融庁「資産運用業高度化プログラムレポート2020」～ <https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/20200619.html>)、「顧客本位の業務運営に関する原則」等により、日本でもパッシブ運用投信(インデックスファンド)に資金が向かう原因となっている。

また、日本では、2014年1月1日の日本版ISA(現NISA)開始や2018年1月1日のつみたてNISA開始(2020年10月14日付日本版ISAの道その317「金融行政の焦点」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_201014.pdf)、2017年1月1日の個人型確定拠出年金/iDeCo(イデコ)対象拡大(2016年6月6日付日本版ISAの道その143「DC改正法案成立」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_160606.pdf)と言った制度もパッシブ運用投信(インデックスファンド)の拡大に影響を与えている。

「NISA や iDeCo(イデコ)=パッシブ運用投信(インデックスファンド)」ではないものの、**NISA 向けのファンドとして投資信託協会は「低コストのファンド」を列挙しており**(2014年1月8日付投資信託協会メールマガジン「NISA 向けのファンドって?」～ <https://www.toushin.or.jp/mailmag/backnumber/pages/detail/294>)、**つみたて NISA の適格投信は信託報酬が一定割合以下で販売手数料が無料(ノーロード)となっておりパッシブ運用投信(インデックスファンド)ばかりとなっている**(2017年4月24日付日本版ISAの道その179「積立 NISA の適格投信は全体の1%以下でインデックス・ファンドばかり。」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_170424.pdf)。iDeCo(イデコ)など**確定拠出年金も国内株式型こそパッシブ 52.8%対アクティブ 47.2%と僅差だが、他(国内債券型、外国株式型、外国債券型、バランス型)ではパッシブが圧倒している**(2021年3月末現在、2021年12月7日付運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料」～ https://www.nfa.or.jp/activity/tokei/files/dc_toukei_2021.pdf p.17)。

投資信託等の選択状況
パッシブ・アクティブ比率(2021.3末)

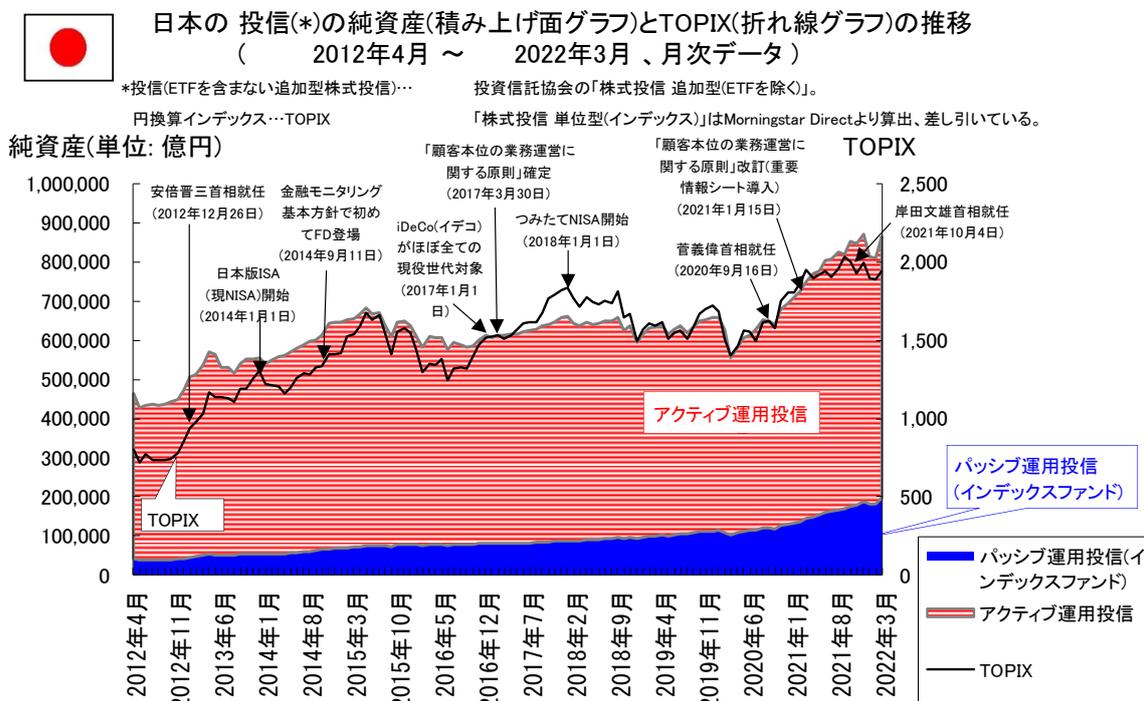
	国内株式型		国内債券型		外国株式型		外国債券型		バランス型	
	パッシブ	アクティブ	パッシブ	アクティブ	パッシブ	アクティブ	パッシブ	アクティブ	パッシブ	アクティブ
資産額(億円)	11,350	10,136	7,521	1,010	15,463	4,793	5,658	894	23,804	7,047
割合	52.8%	47.2%	88.2%	11.8%	76.3%	23.7%	86.4%	13.6%	77.2%	22.8%

こうしてメディアが「**ETF(上場投資信託)を除くインデックスファンドの純資産残高は3月末時点で合計20兆円に迫り、2年前から倍増した。…(略)…。首位を含め大半を積み立て型の少額投資非課税制度(つみたてNISA)対象か、確定拠出年金(DC)専用が占めた。資産形成を目的に税制優遇制度を有効活用し、リスクを取りながらも平均を低コストで狙う手法だ。コツコツと積み立て投資する一般個人の広がりを映している。**」と報じる通りになる(2022年4月28日付日本経済新聞夕刊「インデックスファンド、残高20兆円迫る——つみたてNISA 追い風」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQ0IB266L0W2A120C200000/>)、インデックスファンド20兆円弱は投資信託協会・統計資料一覧の株式投信インデックス81兆5,362億円から株式投信ETF61兆7,908億円を引いた19兆7,454億円と思われる。

NISAについて2022年5月5日に岸田文雄首相が「**NISA(「ニーサ」)の抜本的拡充や、国民の預貯金を資産運用に誘導する新たな仕組みの創設など、政策を総動員して『資産所得倍増プラン』を進めていきます。**」と発言した。野党のNISA 拡充策に岸田首相(自由民主党)の「NISA の抜本的拡充」が加わり、NISA が英国ISA の様になる可能性も高まり、一層インデックスファンドに資金が向かう可能性が高くなっている(後述※2 参照)。

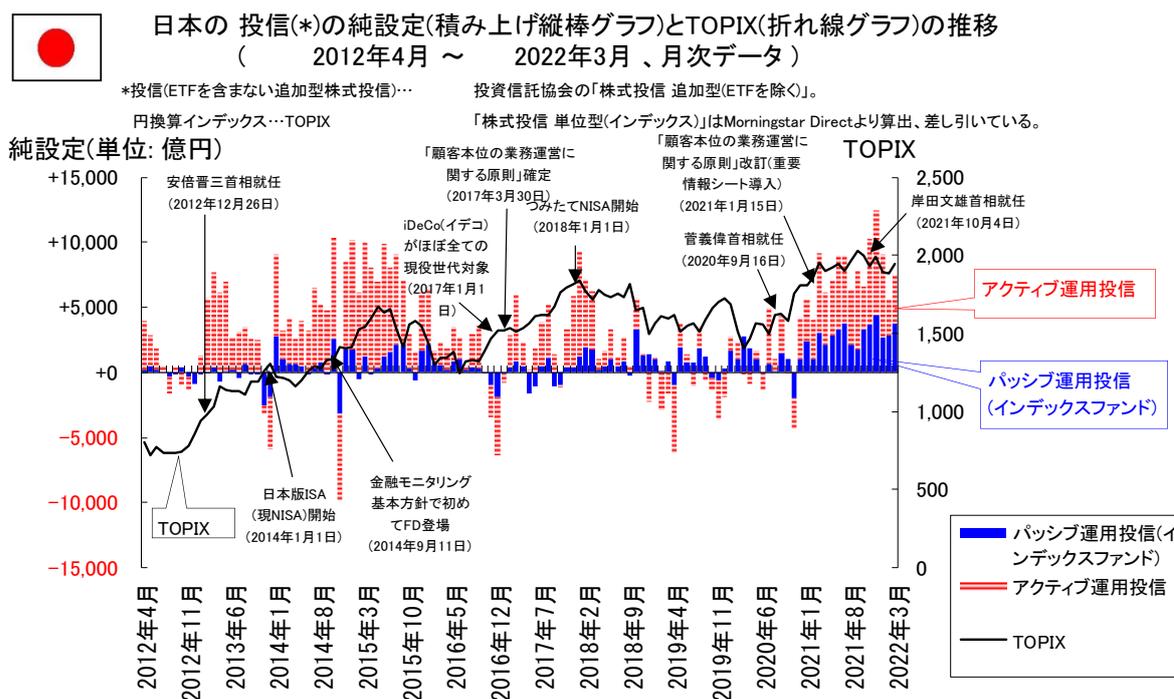
ここで、前述した米国と同様、日本でもアクティブ運用投信とパッシブ運用投信(インデックスファンド)の残高推移と制度を見る。米国とできる限り一致させる為、日本は追加型株式投信で見る(日本の単位型株式投信のインデックスファンドは除く)。

投信(ETFを含まない追加型株式投信)のフロー(資金の流れ)を制度・規制と共に見たのが下記図表。純資産をアクティブ運用投信とパッシブ運用投信(インデックスファンド)に分けて積み上げている。純資産は2021年12月末に87兆695億円と過去最大(2022年3月末は86兆6,525億円)。**アクティブ運用投信の割合が77.2%と過去最低を付ける中、パッシブ運用投信(インデックスファンド)の割合は22.8%と過去最高を付けている(パッシブ運用投信純資産も2022年3月末の19兆7,256億円が過去最大)。**米ミューチュアルファンド(ETFもMMFも含まない追加型)と日本で近い割合となっている。



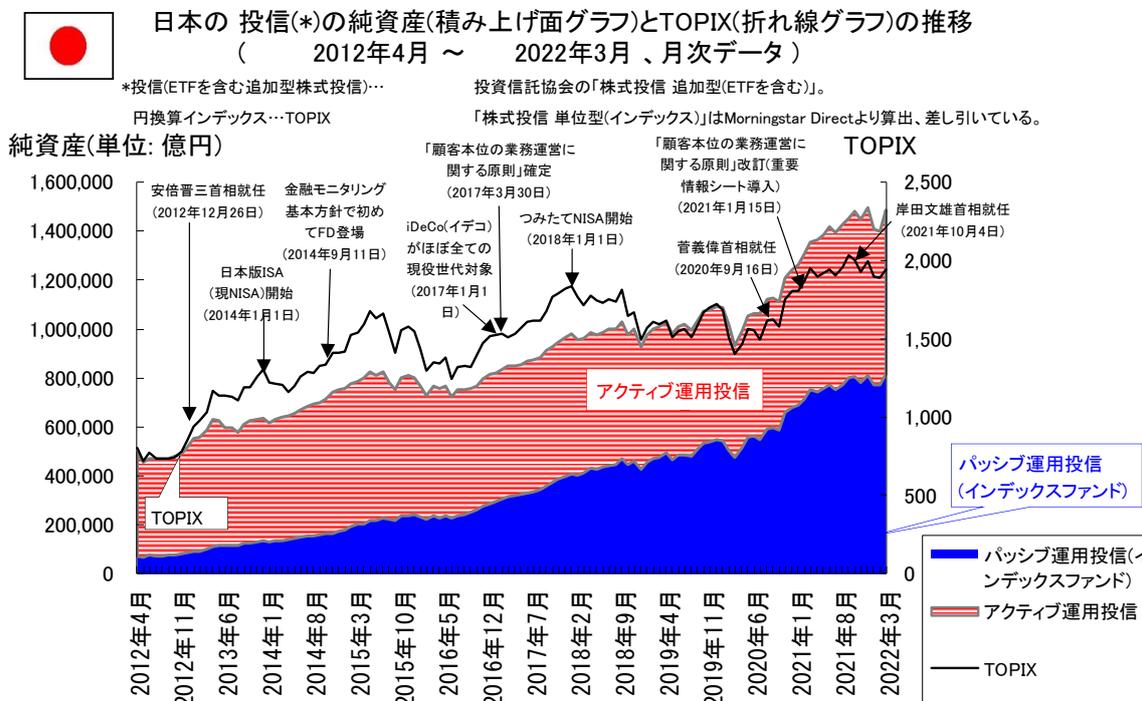
(出所: 投資信託協会、Morningstar Direct、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

2022年3月にアクティブ運用投信の純設定が+3,748億円と2020年12月以来連続純流入となる中(2007年6月に+3兆95億円と月次ベースで過去最大の純流入)、パッシブ運用投信の純設定は+3,785億円と2020年12月以来連続純流入(2007年7月に+1兆6,754億円と過去最大の純流入)となっている。米国ではアクティブが6カ月連続純流出(加速)だった。



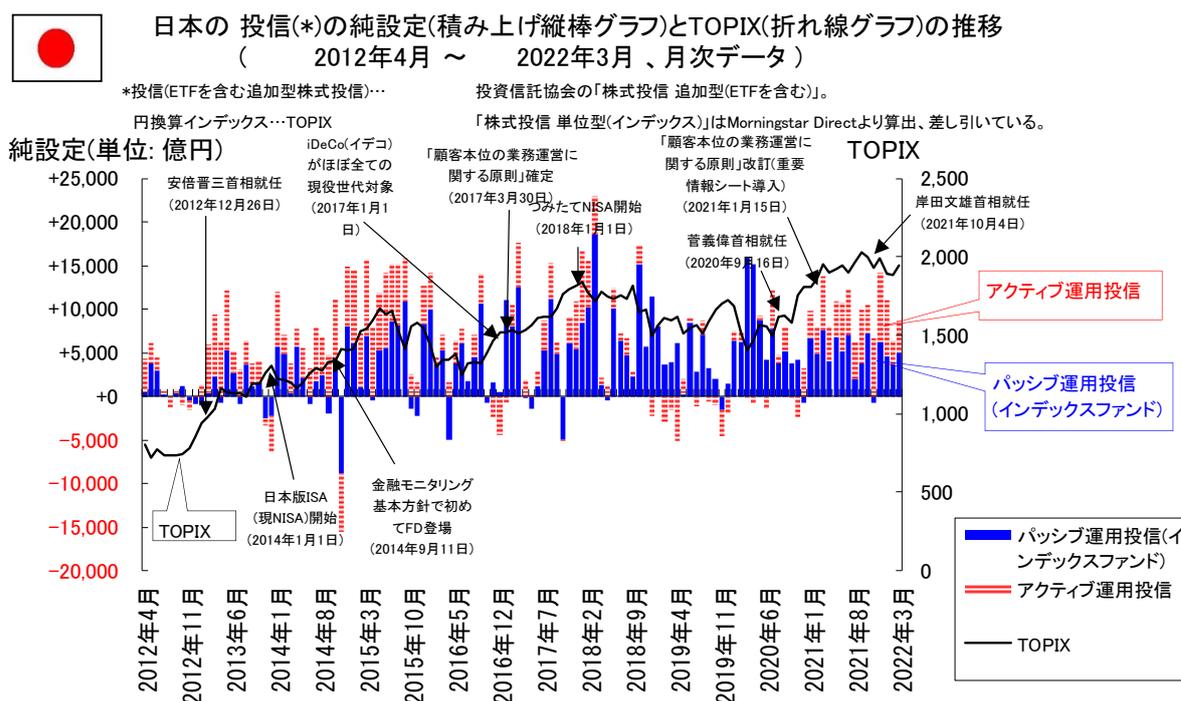
(出所: 投資信託協会、Morningstar Direct、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

次いでETFを加えた投信(ETFを含む追加型株式投信)のフローを制度・規制と共に見たのが下記図表(米国では2022年3月末の純資産でETFのパッシブ投信の割合は95.7%だが、日本では100%)。純資産をアクティブ運用投信とパッシブ運用投信(インデックスファンド)に分け積み上げ、合計は2021年12月末に149兆5,036億円と過去最大(2022年3月末は148兆4,432億円)。**アクティブ運用投信の割合が45.1%(2021年3月末の44.5%が過去最低)となる中、パッシブ運用投信割合は54.9%(2021年3月末の55.5%が過去最高)。** **日本が米国よりパッシブの割合が高いが、日本銀行が保有するETFを除いて見ると、アクティブ68.6%(過去最低)、パッシブ31.4%(過去最高)と、米国が日本よりもパッシブの割合は高くなる**(後述※3参照)。



(出所: 投資信託協会、Morningstar Direct、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

2022年3月にアクティブ運用投信の純設定が+3,748億円と2020年12月以来連続純流入となる中(2007年6月に+3兆95億円と過去最大の純流入)、パッシブ運用投信の純設定は+4,953億円と4カ月連続純流入(2018年3月に+1兆8,517億円と過去最大の純流入)。

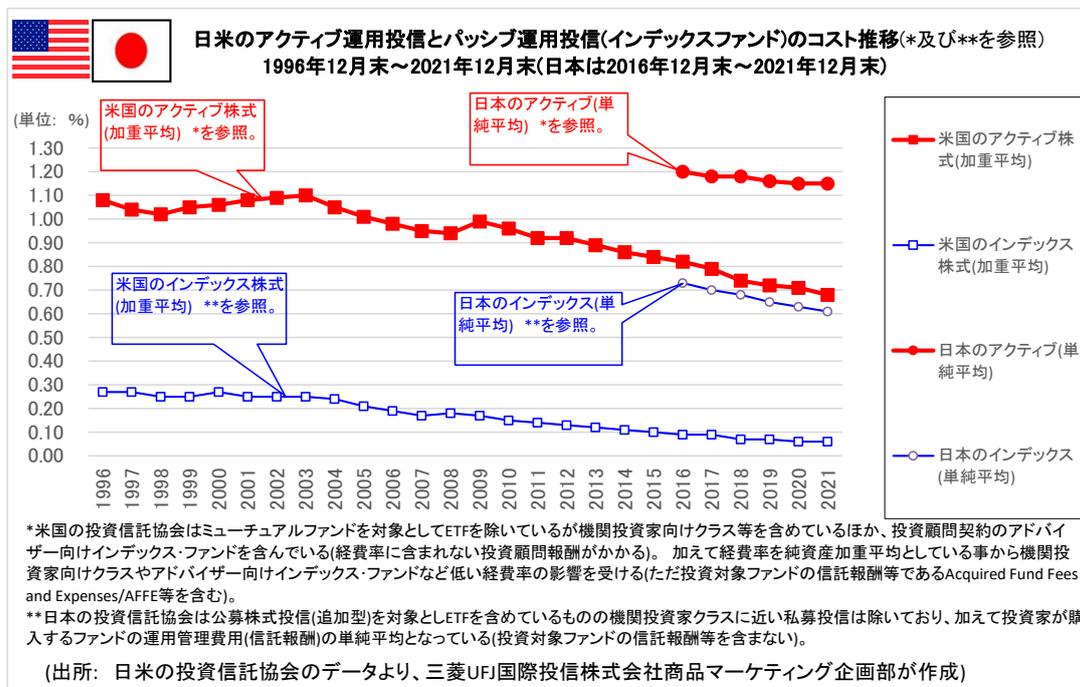


(出所: 投資信託協会、Morningstar Direct、ブルームバーグより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

●米国と日本のアクティブ運用投信とパッシブ運用投信(インデックスファンド)の総経費率

以上は米国と日本のアクティブ運用投信とパッシブ運用投信(インデックスファンド)のフロー(資金の流れ)と制度・規制だった。以下は米国と日本のアクティブ運用投信とパッシブ運用投信の総経費率/エクスペンスレシオ/expenditure ratios(後述※4 参照)である。2022年3月24日に米国投信協会であるICI(Investment Company Institute)が「ファンドのエクスペンス&フィーのトレンド 2021/Trends in the Expenses and Fees of Funds, 2021」を発表した(ファンド…ミューチュアルファンド/mutual funds でETF及びFoF等を除く、<https://www.ici.org/news-releases/22-news-trends>)。

米国ではアクティブ運用投信もインデックスファンドも1996年以降25年、エクスペンスレシオが低下傾向にある事が示されている。**アクティブ運用株式ミューチュアルファンドは2021年に0.68%と(←2020年0.71%)、25年前の1996年の1.08%から-0.4%ポイント(-40bp)低下、インデックス株式ミューチュアルファンド/Index equity mutual fundsは2021年に0.06%と(←2020年0.06%)、25年前の0.27%から-0.21%ポイント(-21bp)低下している。**米国のエクスペンスレシオの低下傾向について、ICIは「純資産拡大での規模の利益/economies of scaleと同様、コストの安いアクティブ運用ミューチュアルファンドやインデックス株式ミューチュアルファンドを志向する投資家による。」と言っている。下記は日本のコストも加えて作成した図表である(日本の投資信託協会「投資信託の主要統計等ファクトブック」
 ~ <https://www.toushin.or.jp/statistics/factbook/index.html>)。



日米の投資信託協会が公表するコストを比べると、アクティブもインデックスも低下傾向である事は一致するものの、日本のコストの水準が米国のコストの水準よりかなり高い。さらに、「(日本の)投資信託協会は毎月、『投資信託の主要統計』(ファクトブック)で運用管理費用の平均値(単純平均、税別)を公表しているが、アクティブ投信の場合、16年12月の1.20%から19年11月の1.16%へ若干、低下しただけだ。しかも、この数値は『投信で運用する投信』(ファンド・オブ・ファンズ)の場合、親ファンドの運用管理費用しか考慮していない。投資家は親ファンドが組み入れる子ファンドの運用管理費用も負担しているのに、協会の集計対象外だ。」とも言われている(2019年12月18日付日本経済新聞電子版「アクティブ投信苦戦の1年 指数連動が残高逆転へ」~ <https://www.nikkei.com/article/DGXMZ053464320X11C19A200000/>)。

日米のコスト比較には上記記事の言う問題を考慮、日本でも総経費率を使う(後述※4 参照)。また、米国が(純資産)加重平均で日本が単純平均であり、加重平均は純資産の大きい投信のコストから影響を受けやすくなっている(純資産の小さい投信~新しい投信~のコストから影響を受けにくい)。

さらに、米国のミューチュアルファンドには日本では私募投信(公募投信より低コストとなることが多い)の機関投資家クラス/インスティテューショナル・クラス/institutional class も含まれているほか、米国がミューチュアルファンドでETFを含まない一方、日本は公募株式投信(追加型)でETFを含んでいる。加えて、**ETF、DC専用ファンド、ラップ/SMA専用ファンド等には販売手数料及び代行手数料を投信の外枠でアドバイザー・フィーとして徴収する事があって、これが米国では(英豪などでも)FD強化の流れと共に急速に進んでいる**(2020年2月17日付日本版ISAの道その297「日米投信のアンバンドリング、セミバンドリング、バンドリング」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200217.pdf)。 **日本の信託報酬・販売会社分(代行手数料)に相当する米国のDistribution (12b-1)Feesがゼロのファンドも拡大しており、その分、エクスペンスレシオは低下する事となる。しかし実際は投信の外でアドバイザー・フィー/投資顧問報酬を徴収するので高くなる事もある**(2022年3月22日付日本版ISAの道その353「欧州投信協会が欧米投信コストの同種比較」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_220322_3.pdf)。

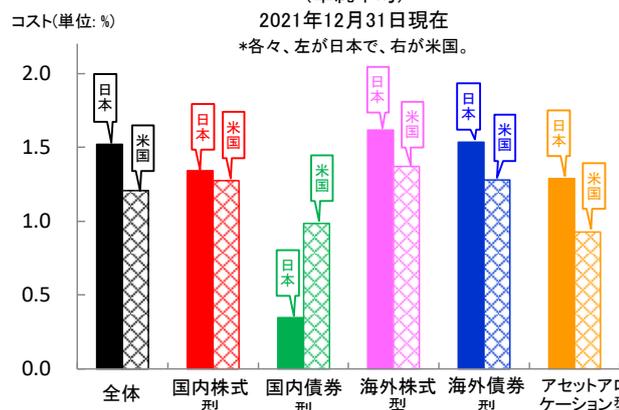
このまま比較すると“アップル・トゥ・オレンジの比較/comparing apples to oranges”、つまり、異なる条件での比較となる(2020年2月3日付日本版ISAの道その295「日本の証券手数料は海外に比べ割高?」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200203.pdf)。投信コストの比較にはできる限り「アップル・トゥ・アップルの比較/apple to apple comparison」、「同種比較/compare like with like」をする事が重要だ(2019年1月28日付日本版ISAの道その253「投信コスト(手数料等)の長期国際比較 2018」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190128.pdf、2022年3月22日付日本版ISAの道その353「欧州投信協会が欧米投信コストの同種比較」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_220322_3.pdf)。

下記で「アップル・トゥ・アップルの比較」もしくは「同種比較」をする。時期は米国投信協会の「ファンドのエクスペンス&フィーのトレンド 2021」と同じ2021年12月31日現在とする。

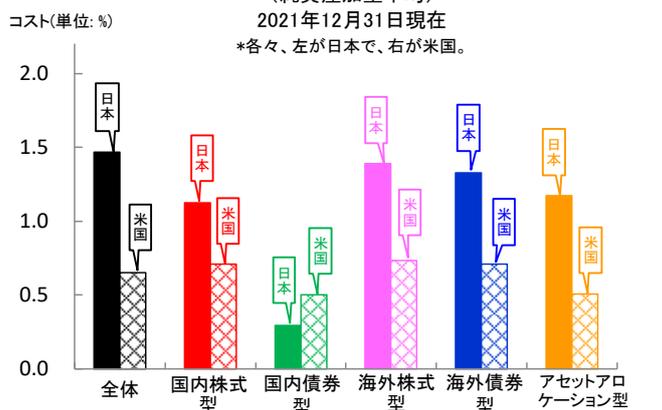
まず投信全体の日米の総経費率/エクスペンスレシオ/expense ratios(後述※4参照)比較をする(アクティブ・パッシブ別は後述する)。下記図表の左側が単純平均、右側が純資産加重平均。各々、棒グラフの一番左に全体があり、右にアセットクラス(国内株式型、国内債券型、海外株式型、海外債券型、アセットアロケーション型)が並ぶ。横軸の各項目に棒グラフが二つあり、左が日本で、右が米国(斜めの格子)である。

投信全体では、総じて単純平均は日本が米国よりやや高く(国内債券は日本が米国よりかなり低く)、純資産加重平均は日本が米国よりかなり高い(国内債券は日本が米国よりかなり低い)。

日米投信の分類別・総経費率/エクスペンスレシオ
(単純平均)

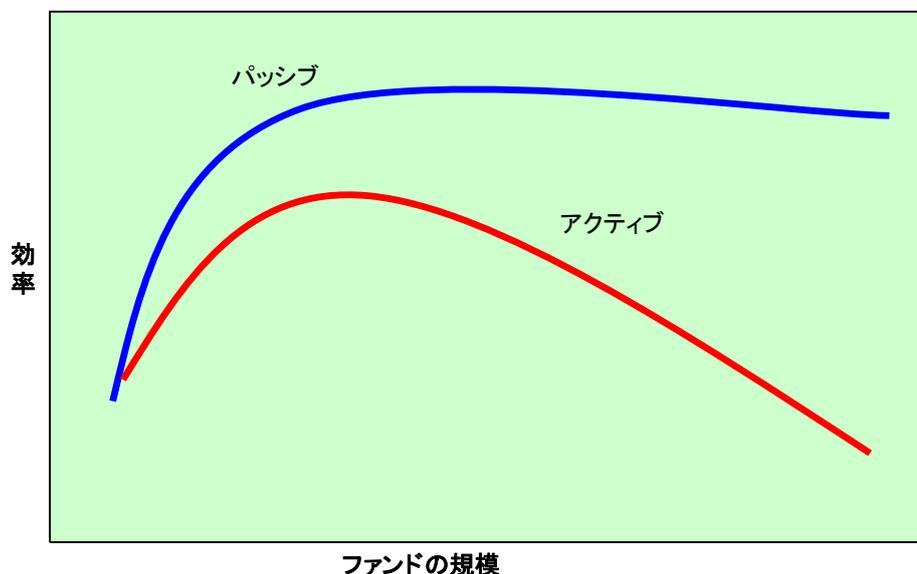


日米投信の分類別・総経費率/エクスペンスレシオ
(純資産加重平均)



(出所:Morningstar Directのデータより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)
 *投信…日本は追加型投信(除く私募・ETF・DC専用・ラップ/SMA専用・公社債投信)。米国はミューチュアルファンド(除く私募/CITs・ETF・リタイヤメントクラス・機関投資家クラス・SMA等向けクラス・MMF)。
 *分類…エマージング株を海外株式型、エマージング債・ハイイールド債・ストラテジックインカムを海外債券型に含めている(ハイイールド債は米国では国内債券型だが日米比較の為にあえて海外債券型に)。
 *総経費率/エクスペンスレシオ…保有期間中に投資家が負担するコストでモーニングスター集計のもの。基本、米国はエクスペンスレシオ/Net Expense Ratioで日本は総経費率(新設などデータが無い場合はそれに近い信託報酬率を使用)。
 *信託報酬…日本は運用管理費用(課税前実質、上限値・年率)。信託報酬のうち、投信会社分と販売会社分(代行手数料)が変動する場合は最小残高の場合。
 *エクスペンスレシオ…Expense RatioもしくはTotal annual operating expensesの事。日本の信託報酬・投信会社分(Management Fees(成功報酬調整後)とTransfer agent Fees and expense、日本の信託報酬・販売会社分(代行手数料)に相当するDistribution (12b-1)Fees、日本の信託報酬・受託会社分(託信会社分)に相当するCustodian Fees、日本の監査報酬に相当するAudit Fees、そして、投資対象ファンドの信託報酬等であるAcquired Fund Fees and Expenses/AFFE等の総額を、目論見書のProspectusもしくは運用報告書の(Semi-)Annual Reportから抜き出し、平均純資産で割って年率としたものである。尚、日本の販売手数料もしくは解約手数料に相当するInitial Sales Fee (Front-end Load) もしくはDeferred Sales Fee (Back-end Load)は含まず、日本の売買委託手数料に相当するTrading Costs(Brokerage Commissions、Market Impact、Spread Cost)も含まない。値引き(Fees Waiver and/or Expense Reimbursement)前をGross Expense Ratioと言い、値引き後をNet Expense Ratioと言う。ちなみに、欧州ではTotal Expense Ratio/TERと言うものがあるが、2012年6月からはOngoing Charges/OCSと言うものに移行している(*TERもOCSも代行手数料やDistribution Feesに相当するTrail Commissionを含まず、TERとOCSの大きな違いはTERは成功報酬を含みOCSは成功報酬を含まない事)。
 *全体…「分類<全体」と言う場合があるのは、グラフ化された上記以外の分類がある為。

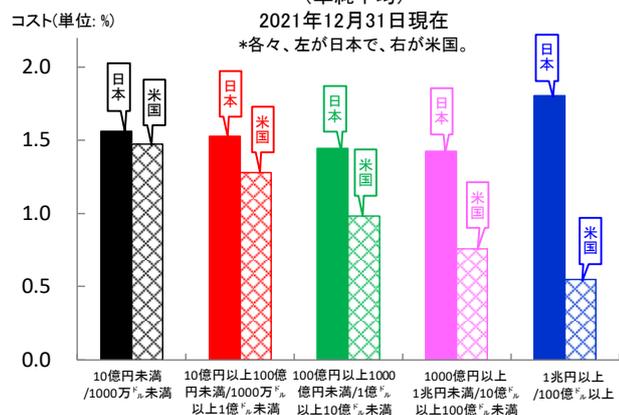
純資産の大きい投信で米国が日本よりかなり低いのは、超低コストのファンドで巨額資金を集めてきたバンガード・グループ/Vanguard Group のファンドによる所が大きい(2018年2月13日付日本版ISAの道その214「日米投信の最新動向」～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_180213.pdf)。バンガード・グループに代表される通り、**米国ではファンド規模が大きく、「規模の経済」が働く**(2022年3月22日付日本版ISAの道その353「欧州投信協会が欧米投信コストの同種比較」～https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220322_3.pdf)。**米国と日本投信で(米国はミューチュアルファンド、日本はETFを含まない追加型株式投信)、純資産が米国は日本の約28倍あり(前述)、1本あたり純資産平均が米国は7億17万^{ドル}/約806億円(アクティブ6億5,716万^{ドル}/約756億円、パッシブ16億1,960万^{ドル}/1,864億円)で日本は155億円(アクティブ150億円、パッシブ192億円)と5倍以上ある。**



(出所: 金融財政事情研究会「アセットマネジメント・ビジネス近未来」より)

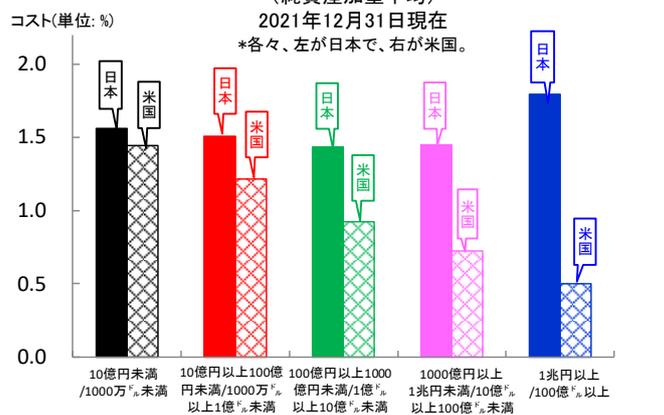
そこで日米投信の純資産残高で5つのレンジに分けて、総経費率/エクスペンスレシオの平均を見る。棒グラフの一番左に純資産10億円/1000万^{ドル}未満があり、右に行けば行くほど大きくなり、一番右に純資産1兆円以上/100億^{ドル}以上がある。**純資産10億円/1000万^{ドル}未満では単純平均でも純資産平均でも日本は米国より僅かに高い程度であるが、純資産が増えれば増えるほど日本は米国より高くなる。**日本では「規模の経済」が働かず、米国では「規模の経済」が働いているとも言える。ただ、**日本は純資産1兆円以上のファンドが2本しかない一方、米国は純資産100億^{ドル}以上のファンドが115本もある様に(2021年12月31日現在)、日米では投信の規模が大きく違う。**日本でも投信の規模が拡大、米国に近付いていけば「規模の経済」も働き、総経費率も低下していく事が予想される。

日米投信の純資産別・総経費率/エクスペンスレシオ (単純平均)



(出所: Morningstar Directのデータより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

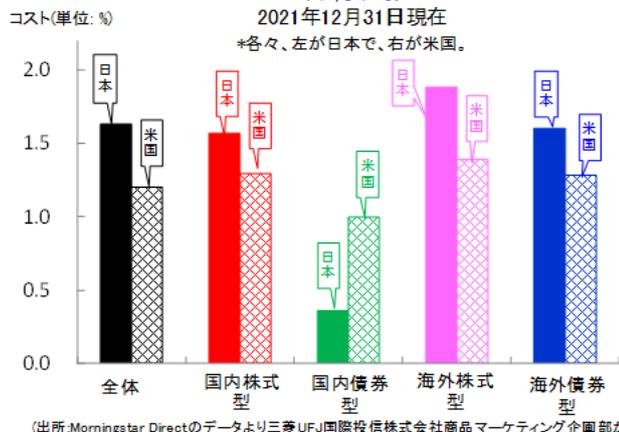
日米投信の純資産別・総経費率/エクスペンスレシオ (純資産加重平均)



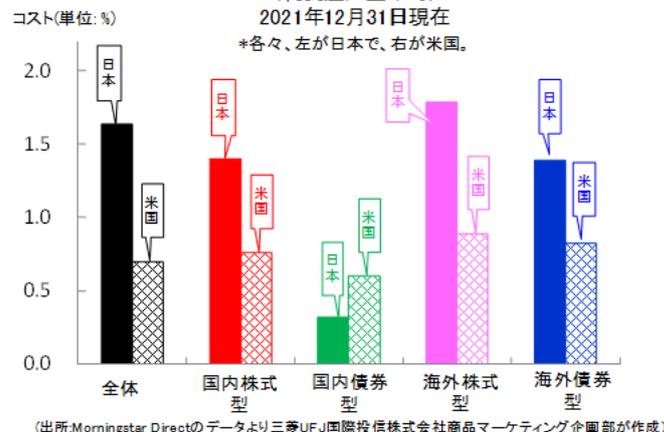
(出所: Morningstar Directのデータより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

以下がアクティブ・パッシブ別の総経費率/エクスペンスレシオである。 **アクティブ運用投信では、投信全体と同様、総じて単純平均は日本が米国よりやや高く(国内債券は日本が米国より低く)、純資産加重平均は日本が米国よりかなり高い(国内債券は日本が米国よりかなり低い)。**

日米アクティブ運用投信の分類別・総経費率/エクスペンスレシオ (単純平均)

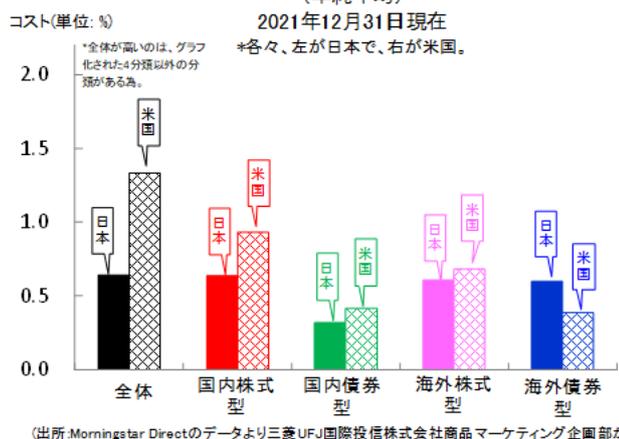


日米アクティブ運用投信の分類別・総経費率/エクスペンスレシオ (純資産加重平均)

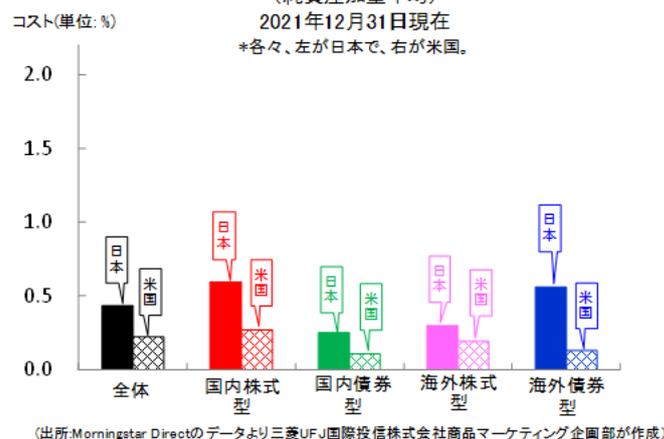


パッシブ運用投信(インデックスファンド)では、総じて単純平均は日本が米国より低く(海外債券は日本が米国より高く)、純資産加重平均は日本が米国より高い。 なお、全体の平均が、分類平均より高いが、これは4分類以外の分類がある為。

日米パッシブ運用投信の分類別・総経費率/エクスペンスレシオ (単純平均)



日米パッシブ運用投信の分類別・総経費率/エクスペンスレシオ (純資産加重平均)



先述通り、米国ではファンド規模が大きく、「規模の経済」が働き総経費率/エクスペンスレシオが低い。パッシブ運用投信の純資産加重平均で日本が米国より高いと言っても、**パッシブ運用投信の1本あたり純資産平均は米国が16億1,960万ドル/1,864億円に対し日本は192億円と10倍近くの差がある。** 超低コストのファンドで巨額資金を集めてきたバンガード・グループ/Vanguard Groupのファンド(Vanguard Total Intl Stock Index Inv 純資産1,993億ドル/約2兆9,354億円、エクスペンスレシオ0.17%)などを除けば、米国のパッシブ運用投信の純資産加重平均はかなり高くなる。**純資産1兆円を上回る投信を米国のパッシブ運用投信から除くと、純資産加重平均は全体が0.22%から0.45%へ2倍以上となる**(米国のパッシブは国内株式型が0.27%から0.43%へ、国内債券型が0.10%から0.21%へ、海外株式型が0.19%から0.41%へ、海外債券型が0.13%のまま)。**日本は1兆円を上回る投信は2021年12月31日現在アクティブだけなのでパッシブ全体は0.43%のままで米国より低くなる**(日本のパッシブは国内株式型が0.59%、国内債券型が0.25%、海外株式型が0.30%、海外債券型が0.56%)。規模別に見ると、日本のパッシブの総経費率/エクスペンスレシオは米国より低いとも言える(購入時手数料もロードファンドでは米国より低い~2022年2月14日付日本版ISAの道その351「米国ではアクティブ・ファンドのフィーが安くなり、欧州では」~https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220214_2.pdf)。コストについては2022年3月30日に米国モーニングスター/Morningstarが「グローバル・インベスター・エクスペリエンス・スタディ:手数料と費用/Global Investor Experience Study:Fees and Expenses」を公表しているので、こちらも参考にしてほしい(後述※5参照)。

●イーロン・マスクやキャシー・ウッドがインデックスファンド拡大に批判的な発言！

米国と日本のアクティブ運用投信とパッシブ運用投信のフローと制度・規制(日銀ETF買い入れ、総経費率/エクスペンシオを見てきた。米国の新しい最善の利益規制と日本のNISAの抜本的拡充などで一層インデックスファンドに資金が向かう可能性が増えていると言える。ただ、次の様な意見のある事も覚えておきたい。

今月(2022年5月)、3人の米国の著名人(マーク・アンドリーセン、イーロン・マスク、キャシー・ウッド)がインデックスファンド拡大に批判的な発言をしていた。著名人について、より正確に言うと、下記の通り。

- ・米ベンチャー・キャピタル大手アンドリーセン・ホロウィッツ/Andreessen Horowitz 共同創業者の
マーク・アンドリーセン/Marc Andreessen 氏(50歳、ブラウザのネットスケープ/Netscapeを開発)
- ・米電気自動車/EV最大手テスラ/Tesla CEO/最高経営責任者の
イーロン・マスク/Elon Musk 氏(50歳、2022年4月5日発表の米フォーブス誌「世界長者番付」で1位/2190億ドル/約26兆9,100億円
～2021年まで4年連続で1位はアマゾン創業者のジェフ・ベゾス氏)
- ・米運用会社アーク・インベストメント・マネジメント/Ark Investment Management CEO 兼 CIO の
キャシー・ウッド/Cathie Wood 氏(66歳、著名アクティブ投資家、キャピタル・グループ/Capital Groupなどを経て現職)

2022年5月1日にツイッター/Twitter でアンドリーセン氏(ツイッターのフォロワー107.4万)が「巨大なパッシブ投資ビークルを通じて議決権を持っているのは影響力が大きすぎる。」などとツイート、それに対し、2022年5月1日にマスク氏(ツイッターのフォロワー9,238.6万)が「パッシブファンド(インデックスファンド)は大きくなり過ぎた。アクティブ投資にまたシフトすべきだ。パッシブは度を過ぎている/Passive has gone too far. パッシブ運用(インデックス運用)マネージャーは議決権行使サービス/Proxy Voting Services に責任をシフトするのではなく、株主の最善の利益で投票すべき/should vote in the best interests of shareholders.」とツイートした。

2022年5月5日にウッド氏(ツイッターのフォロワー139.6万)が「この20年間でパッシブファンドへのシフトが加速したが、後に歴史はこれをとてつもない資本の不適正な配分/massive misallocation of capitalと見なすであろう。」と先述した5月1日のマスク氏によるツイートを引用ツイート、マスク氏はウッド氏に「パッシブ投資もしくはインデックス投資は単にアクティブ投資のアンプ、増幅するもの/amplifier of active investment。アクティブ投資が投資先劣化のシグナルを出せば、パッシブは比例して影響を受ける。さらにそこに僅かな本当のアクティブ投資家がいれば、その決定は株のボラティリティ/volatility/価格変動率を大きく増やす。」と言った。

(出所: 2022年4月26日付BBC News「Elon Musk strikes deal to buy Twitter for \$44bn」)

フィデューシャリー・デューティー強化により、顧客の最善の利益を満たす事がアドバイザーに求められ、低コストのパッシブ運用投信(インデックスファンド)やETFに資金を向かわせる大きな原因となってきた。だが、米国では「プロキシ・ボートینگ/Proxy Voting/代理人の議決権行使」がFDに含まれており(1988年2月23日米国労働省/DOL「エイボン・レター/Avon Letter」)、パッシブだから経営は無視、指数連動の低コスト投資をすれば良いと言う事はFDに反する。議決権行使にはコストがかかる為、低コストだけを追求する事も米国ではFDで問題となる(2019年11月18日付日本版ISAの道その288「米国では議決権行使重視で低コストだけのインデックス・ファンドに課題を与える」～ <https://www.am-mufg.jp/text/oshirase.191118.pdf>)。

議決権行使にかかるコストを下げるべく、インデックスファンドは議決権行使サービスの米インスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ/Institutional Shareholder Services/ISS や同2位の米グラス・ルイス/Glass Lewisの助言などを受けている。ただ、こうした動きもSEC/証券取引委員会などから問題視されており(2019年11月18日付日本版ISAの道その288「米国では議決権行使重視で低コストだけのインデックス・ファンドに課題を与える」～ <https://www.am-mufg.jp/text/oshirase.191118.pdf>)、2022年5月1日にイーロン・マスク氏は「パッシブ運用(インデックス運用)マネージャーは議決権行使サービス/Proxy Voting Services に責任をシフトするのではなく、株主の最善の利益で投票すべき/should vote in the best interests of shareholders.」とツイートしている。

米国や日本のみならず、英国でもパッシブ運用投信(インデックスファンド)が人気である。(英国で2番目に大きなネット証券の英インタラクティブ・インベスター・サービス/Interactive Investor Services Limited は人気の投信を発表している

(<https://www.ii.co.uk/funds/top-investment-funds> 、2021年12月27日付日本版ISAの道その348「プライベートはオープンよりクローズ?」~

https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)。下記の通り、**英インベストメント・ファンド/investment funds(日本の追加型投信や米国のミューチュアルファンドに相当するオープンエンド・インベストメント・カンパニー/Open Ended Investment)で1位のファンド・スミス・エクイティ/Fundsmith Equityと9位のベイリー・ギフォード・ポジティブ・チェンジ/Baillie Gifford Positive Change 以外の8本はパッシブ・ファンド(インデックスファンド)で、8本中6本はバンガードである。**

インベストメント・ファンド/investment funds(オープンエンド・インベストメント・カンパニー/Open Ended Investment)



- 1位ファンド・スミス・エクイティ/Fundsmith Equity *2010年英国設立の運用会社ファンド・スミスのファンド。
- 2位バンガード・ライフストラテジー80%エクイティ/Vanguard Lifestrategy 80% Equity
- 3位バンガード・ライフストラテジー100%エクイティ/Vanguard Lifestrategy 100% Equity
- 4位バンガード・ライフストラテジー60%エクイティ/Vanguard Lifestrategy 60% Equity
- 5位バンガード・ライフストラテジーUS エクイティ・インデックス/Vanguard US Equity Index
- 6位バンガード FTSE グローバル・オール・キャップ・インデックス/Vanguard FTSE Global All Cap Index
- 7位 L&G グローバル・テクノロジー・インデックス/Global Technology Index/L&G Global Technology Index
- 8位バンガード FTSE 先進国世界(除く英国)エクイティ・インデックス/Vanguard FTSE Developed World ex-UK Equity Index
- 9位ベイリー・ギフォード・ポジティブ・チェンジ/Baillie Gifford Positive Change
- 10位フィデリティ・インデックス・ワールド P/ Fidelity Index World P Acc

英フィナンシャル・タイムズ/Financial Times は「**英インタラクティブ・インベスター・サービスによると、2022年4月に同社で最も購入されたファンド10本のうち8本(←1年前4本)はパッシブだった(主に英バンガード/mostly Vanguard)。…(略)…。しかし、市場は変わった。インフレ率と金利は上昇し、モノの供給は逼迫し、過去10年間の偉大な勝者(テクノロジーとグロース/tech and growth)が敗者になり、敗者が勝者になっている。…(略)…。今すべき最善の事/best thing to do はコロナ以前の世界の勝者に向かって走る事ではなく、新しい世界の勝者に向かって走る事である。**」(2022年5月6日付 Financial Times「Passive funds are no place to hide from a bear market」~ <https://www.ft.com/content/5263f2cb-974a-43ec-a59a-13b991c35ed6>)と言う。

今後も米国や日本、英国でパッシブ運用投信(インデックスファンド)に資金が向かう可能性が高い。だが、上記の様な課題がある事もしっかりと配慮したい。これもまたフィデューシャリー・デューティー、顧客の最善の利益である。

以上である。アクティブ運用投信とパッシブ運用投信(インデックスファンド)のどちらが良いなどと言う事ではなく、どちらにも長所と短所がある。重要な事は、グローバルにパッシブ運用投信(インデックスファンド)に資金が向かっている背景をできる限り多くの情報を集めて客観的に判断する事だ。「今、人気があるから」、「低コストだから」などと言う、わかりやすさだけで判断、行動する事は避けたい。

その為にも、以上の様なアクティブ運用投信とパッシブ運用投信(インデックスファンド)のフロー、制度・規制(日銀ETF買い入れ)、そして総経費率/エクスペンスレシオなどについて、客観的かつ冷静に判断をしていきたい。それこそ、日本の金融庁が進める資産運用業の高度化であろう。2022年6月下旬にはその金融庁が「資産運用業高度化プログ्रेसレポート2022」を公表する予定なので、ここでも期待したい(同レポートについては、日本版ISAの道の2020年6月22日付309~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf 、2020年7月20日付311~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200720.pdf)、2021年2月15日付327~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210215.pdf 、2021年2月22日付328~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210222_2.pdf 、2021年6月28日付日336~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_210628_2.pdf)。

※1: 米国におけるフィデューシャリー・デューティー強化、新しい最善の利益規制…



米国でファイナンシャル・アドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティー(Fiduciary Duty, FD)が強化される。2022年7月1日から米国の投資アドバイザーは、401(k)など企業型確定拠出年金等の資金をIRA/Individual Retirement Account/個人退職勘定等へ移換/ロールオーバー/rollover するよう推奨する場合、その投資アドバイスが顧客の最善の利益になると言う理論的根拠を書面で開示、正当な報酬のみを請求する事となる。

IRA は自営業や被扶養配偶者向けの退職勘定だが、IRA に入る資金は企業型確定拠出年金/企業型 DC(民間企業向け 401k、公務員向け 457、公立学校従業員・教会・病院等関係者向け 403b、連邦公務員向け TSP/Thrift Savings Plan〜どれも基本的な仕組みは同じ)からの移換/ロールオーバーが 9 割以上を占める(*IRA 創設当初から存在するトラディショナル IRA のこと、2022年4月11日付日本版 ISA の道 その 354「世界の年金資産が過去最高を更新、DC は 5 割超へ! ~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_220411_2.pdf)。

IRA へのロールオーバーは一度に多額の積立金を獲得できる事となり、「ロールオーバーIRA/Rollover IRA」と呼ばれ、金融機関やファイナンシャル・アドバイザー、運用会社にとり非常に重要なビジネスとなっている(ロールオーバーは 2016 年 8 月 29 日付日本版 ISA の道 その 154「1 月からすべての国民が個人型 DC に加入可! ~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_160829.pdf)。



(出所: TD Ameritrade)

ちなみに 2017 年 1 月から日本のほぼ全ての現役世代が加入できる様になった個人型確定拠出年金(iDeCo、イデコ)は米国の IRA を模範としたものだ(米国の IRA も含めて 2016 年 4 月 25 日付日本版 ISA の道 その 139「DC 改正法案参院可決! ~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_160425.pdf、2016 年 6 月 6 日本版 ISA の道 その 143「DC 改正法案成立! ~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_160606.pdf)。

ロールオーバーに伴うアドバイス及びフィーがフィデューシャリーとしてどうかという問題が起こり、オバマ前民主党政権主導で 2015 年 4 月 14 日に民主党主導労働省(DOL)が FD ルール(DOL FD ルール)の当初案を公表した(当コラム筆者が連載寄稿している月刊「投資信託事情」の 2015 年 12 月号 ~ <https://www.am-mufg.jp/text/kam151228.pdf>、2016 年 4 月 18 付日本版 ISA の道 その 138「米国の退職口座(IRA・401k 等 DC)の投資アドバイスが大きく変わる! ~ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_160418.pdf)。

米国のブローカー・ディーラー(証券会社)及びアドバイザー(投資顧問業者等)に対するDOL/労働省およびSEC/証券取引委員会の規制

2022年5月16日現在

番号	規制名	規制対象	2016年以前	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年以降
			民主党政権				共和党政権		
DOL / 労働省	1 フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOL FD ルール) <small>(参考) DOL 長官、DOL EBSA / 従業員利益保障局長の就任 経任</small>	ERISA / 1974 年従業員退職所得保障法下、退職口座にアドバイスをするブローカー・ディーラー(証券会社)及び投資顧問業者及び保険ブローカー(株価指数連動年金/FAを含む保険プログラムのルールを決定するのは州)	民主党政権DOL FDルール当初案公表(2015年4月14日)。 民主党政権DOL FDルール最終案公表(2016年4月6日)。	民主党政権DOL FDルール基本案項施行(2017年6月9日)。	民主党政権DOL FDルール無効判決(2018年3月15日)、無効確定(2018年6月21日)、2019年7月1日完全実施も無効に。	共和党政権DOL FDルール当初案公表(2020年6月29日)。 共和党政権DOL FDルール最終案公表(2020年12月15日)、2020年12月18日に公布。	共和党政権DOL FDルール施行(2021年2月16日)。	共和党政権DOL FDルール施行(2021年2月16日)。	DOL FDルール-PTEでロールオーバーのアドバイスは民主党政権DOLのガイダンス「顧客の最善の利益になると言う理論的根拠を書面で開示・開示(2021年4月13日にガイダンス、2022年6月30日までに遵守)
			ERISA法下、退職プランの証券プログラム(ミューチュアルファンドと変換年金(variable annuitiesを含む)、退職プランの保護プログラム(株価指数連動年金/FAを含む保険プログラムのルールを決定するのは州)	「DOLルールの母と呼ばれている」ポッチ次官就任(2009年9月10日)、ベレス労働長官就任(2013年7月23日)、トランプ氏が次官就任(2016年12月8日)。	ベレス労働長官就任(2017年1月20日)、バスター労働長官就任(2017年5月15日)、アコスタ労働長官指名(2017年2月14日)、就任(2017年4月28日)、ポッチ次官就任、トララング次官就任(2017年10月16日)。	アコスタ労働長官指名(2019年7月19日)、スクリア労働長官指名(2019年7月18日)、スクリア労働長官就任(2019年9月30日)。	スクリア労働長官就任(2021年1月20日)、ウォルシュ労働長官指名(2021年1月7日)、ウォルシュ労働長官就任(2021年3月23日)、リサ・ゴメス次官指名(2021年7月28日)。	リサ・ゴメス次官指名(2022年1月4日) ~ 上院承認待ち(2022年4月28日に上院で議員のフリハスター・議事録(Whistleblower)を公表する「ローチ・モーション」封鎖打ち切り騒動に必要な単純過半数5票が足りずに再延期 ~。	
SEC / 証券取引委員会	3 最善の利益規制(以下、SEC Reg BI)及びフォーラムCRS(以下、SEC CRS) <small>(参考) SECの権限等(定員5人) 民主党・共和党</small>	1933年証券法、1934年証券取引引附法下、全てのブローカー・ディーラー(証券会社)	民主党政権の「金融規制改革」新たな基盤「FDをかける」(2009年6月17日)、トランプ法でFDをかける権限をSECに与える(2010年7月21日)。		共和党政権SECのSEC Reg BI及びSEC CRS当初案公表(2018年4月18日)。	共和党政権SECのSEC Reg BI及びSEC CRS最終案公表(2019年6月5日)、同施行(2019年9月10日)。	共和党政権SECのSEC Reg BI及びSEC CRS遵守(2020年6月30日)。	公布・施行されており、2021 ~ 2022年の停止や破棄は難しく、情報収集、パフォーマンス評価をすべきと言う意見。	共和党政権SECのSEC Reg BI及びSEC CRSに関する執行措置(enforcement actions)を講ずる事に積極的と言う。
			1933年証券法、1934年証券取引引附法、1940年投資会社法、1940年投資顧問法下、証券プログラム(ミューチュアルファンドと変換年金(variable annuities)を含む)	5人(民主、共和) 2013年8月15日 ~ 2017年1月1日 2人(民主、共和) 1月20日 ~ グレイトン委員長就任 3人(民主、共和) 7月4日 ~	2人(民主、共和) 1月20日 ~ グレイトン委員長就任 3人(民主、共和) 7月4日 ~	5人(民主、共和) 1月1日 ~ 4人(民主、共和) 7月2日 ~ 5人(民主、共和) 9月11日 ~	4人(民主、共和) 2月19日 ~ 5人(民主、共和) 8月17日 ~ 12月23日 4人(民主、共和) 12月24日 ~	4人(民主、共和) 2020年12月24日 ~ ジェンズラー委員長就任 5人(民主、共和) 2021年4月17日 ~	4人(民主、共和) 2022年6月5日 ~ (民主党政権のアリソン・リー/Allison Lee委員長就任予定)

(出所: 米DOL「労働省およびSECの投資信託サービス提供ガイドライン」(2022年5月16日現在)が作成)。
* 共和党政権の党としてのカラー、青は民主党政権の党としてのカラー。

2022年7月1日からの米国ファイナンシャル・アドバイザーに対するFD強化は、まだトランプ共和党政権だった2021年2月16日に施行された「DOL/U.S. Department of Labor/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール「労働者&退職者の為の投資アドバイスの改善/Improving Investment Advice for Workers & Retirees」(DOL FD ルール)によるものである。

同ルールは共和党主導 DOL に策定され、トランプ共和党政権末期の2020年12月18日に交付された(2020年12月18日付官報/Federal Register「Prohibited Transaction Exemption 2020-02, Improving Investment Advice for Workers & Retirees」～<https://www.federalregister.gov/documents/2020/12/18/2020-27825/prohibited-transaction-exemption-2020-02-improving-investment-advice-for-workers-and-retirees>)。このDOL FD ルールは、2020年6月30日から遵守されている共和党主導 SEC/証券取引委員会の「最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI」と概ね一致しており、かつ、Reg BIを補完する為のものだった(Reg BIについては2020年12月17日付日本版ISAの道その324「米国のフィデューシャリー・デューティー・ルール」～<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.201217.pdf>)。DOL FD ルールの中にある「禁止取引の適用除外規定/Prohibited Transaction Exemption/PTE2020-02」(DOL FD ルール・PTE)と言う規定は、この時点では、1回きりのロールオーバーのアドバイスはフィデューシャリー・デューティーがかからないので関係無かった(2020年12月17日付日本版ISAの道その324「米国のフィデューシャリー・デューティー・ルール」～<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.201217.pdf> ※2: 共和党主導フィデューシャリー・デューティー・ルール～鍵となる5パート・テスト/five-part test)。

しかし、2021年1月20日にバイデン民主党政権が誕生、2021年4月13日に民主党主導 DOL が「ロールオーバーのアドバイスは継続的な関係があるならフィデューシャリー・デューティーがかかる/advice to roll over plan assets can also occur as part of an ongoing relationship or as the beginning of an intended future ongoing relationship that an individual has with an investment advice provider。」と言うガイダンス/guidanceを出したのだ(U.S. Department of Labor「New Fiduciary Advice Exemption: PTE 2020-02 Improving Investment Advice for Workers & Retirees Frequently Asked Questions」～<https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/faqs/new-fiduciary-advice-exemption> のQ7. When is advice to roll over assets from an employee benefit plan to an IRA considered to be on a “regular basis”?)。

ロールオーバーを推奨するアドバイザーはフィデューシャリーとなりがちとなり、そのアドバイザーが第三者(ミューチュアルファンド/mutual funds などから支払い(販売手数料/commissions、日本の信託報酬・販売会社分/代行手数料に相当する12-b フィー/12b-1 fees、キックバックに相当するレバニュー・シェアリング/revenue sharing、原価に利潤を加減するマークアップ・マークダウン/mark-ups and mark-downs)を受け取るのなら、「禁止取引の適用除外規定/Prohibited Transaction Exemption/PTE2020-02」(DOL FD ルール・PTE)の充足が必要となる事となった(後述)。

ただ、同ルールはアドバイザーにかなりの準備が必要で2021年12月20日までに遵守すれば良かったのだが、それでもまだ多くの中小アドバイザーが準備不足と言う状況となり、2022年6月30日までに遵守すれば良い事となっているのである。そして、2022年7月1日からロールオーバーするよう推奨する場合、そのアドバイスが顧客の最善の利益になると言う理論的根拠を書面で開示、正当な報酬のみを請求する事となる。

一応、法律を確認しておく。米企業年金制度を規定する連邦法 ERISA/Employee Retirement Income Security Act of 1974(1974年従業員退職所得保障法)と IRC/Internal Revenue Code(内国歳入法)が投資アドバイザー(フィデューシャリー)に対して禁じている取引「禁止取引/prohibited transactions」は下記3項目(Internal Revenue Service「Retirement Topics - Prohibited Transactions」～<https://www.irs.gov/retirement-plans/plan-participant-employee/retirement-topics-prohibited-transactions>)。

1. フィデューシャリーの利益の為にプラン資産を取り扱う事(自己取引条項/self-dealing)
2. プラン参加者や受益者の利益に反する取引をする事(adverse to the interests of the plan or its participants or beneficiaries)
3. プラン資産の取引者からフィデューシャリーが報酬を受け取る事(アンチキックバック条項/anti-kickback)

上記3項目にもかかわらず、フィデューシャリー/受託者となる投資アドバイザーが第三者(ミューチュアルファンド/mutual funds などからの支払い(販売手数料/commissions、日本の信託報酬・販売会社分/代行手数料に相当する 12-b フィー/12b-1 fees、キックバックに相当するレベニュー・シェアリング/revenue sharing、原価に利潤を加減するマークアップ・マークダウン/mark-ups and mark-downs)を受け取る為に必要な事が下記の「禁止取引の適用除外規定/Prohibited Transaction Exemption/PTE2020-02」(DOL FD ルール・PTE)なのである。

1. 顧客の最善の利益となる投資アドバイスを提供する事/providing investment advice that is in the client's best interest
2. 正当な報酬のみを請求する事/charging only reasonable compensation
3. ロールオーバー及び取引で著しく誤解を招く記述をしない事/making no materially misleading statements about the rollover and corresponding investment transaction(s)
4. 取引は最良の執行に努める事/seeking to obtain the best execution of the investment transaction(s) reasonably available under the circumstances
5. 書面提供して顧客の承認を得る事/providing written fiduciary acknowledgment
6. 提供するサービス及び重大な利益相反を書面で開示し顧客に提供する事/a written description regarding the services to be provided and the firm's (and representative's) material conflicts of interest must also be provided to the client など

最後になるが、以上の DOL FD ルールのみならず、DOL FD ルールが補完する(DOL FD ルールと概ね一致する)Reg BI もまた、「DOL/労働省がロールオーバーと保険商品の推奨を強化するフィデューシャリー・ルール/fiduciary rule を推進する中、SEC/証券取引委員会は 2022 年に SEC ルールの最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI とフォーム CRS/Form CRS に関する執行措置/enforcement actions を課す事に積極的となっている。」(2022 年 1 月 6 日付 ThinkAdvisor「Expect Reg BI Enforcement Actions, DOL Rollover Crackdown in 2022」～ <https://www.thinkadvisor.com/2022/01/06/expect-reg-bi-enforcement-actions-dol-rollover-crackdown-in-2022/>)と言う(フォーム CRS は日本の金融庁が「重要情報シート」で参考とするもの、2020 年 12 月 17 日付日本版 ISA の道 その 324「米国のフィデューシャリー・デューティー・ルール」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201217.pdf)。

米国でファイナンシャル・アドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティー(Fiduciary Duty, FD)は強化されている(バイデン大統領の民主党政権では特に)。



米国の個人投資家への投資アドバイス及び推奨等に対する
アドバイザー/ブローカーやルール(案)について～FD別～

2022年5月16日現在

*FD…フィデューシャリー・デューティー。下記はルール施行前の状態。

SEC投資顧問法
フィデューシャリー・デューティー・ルール
(1940年投資顧問法)

口座	アドバイザー (投資顧問業務)	ブローカレッジ (証券売買業務)
一般口座	FDあり (受託者責任基準 /fiduciary standard) (※1)	FDなし (適合性基準 /suitability standard) (※1)
退職口座	FDあり (受託者責任基準 /fiduciary standard) (※1)	FDなし (適合性基準 /suitability standard) (※1)

SECルールのReg BI
(最善の利益規制/レギュレーション・ベスト・インタレスト/Regulation Best Interest)
*2018年4月18日に当初案承認、2019年6月5日に最終案承認、Reg BIは2019年9月10日施行、2020年6月30日までに遵守。

DOL/労働省ルール
(DOLフィデューシャリー・デューティー・ルール)
*民主主義主導のDOLルールは2018年6月21日に無効確定。共和党主導のDOLルールは2021年2月16日施行、2022年6月

※1: アドバイザー業務の「FD」ありは「注意義務/duty of care」と「忠実義務/duty of loyalty(受益者の利益)」からなる。前者「注意義務」は、1)「**アドバイスを与える時は顧客の最善の利益で行動する事**」/Acting in the clients' best interest when giving advice、2)取引は最良執行する事/Getting best execution on trades、3)投資ポートフォリオのモニタリングを継続する事/Ongoing monitoring of investment portfoliosからなる。後者「忠実義務」は、アドバイザーが自分の利益を後回しにしてでも忠実に義務を果たす事。SECルールの中心的存在の「**最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI**」は、前者「**注意義務**」の1)「**アドバイスを与える時は顧客の最善の利益で行動する事**」だけである。SECルールでは、2)取引は最良執行する事も、3)投資ポートフォリオのモニタリングを継続する事も、後者「忠実義務」も、関係無い。2019年7月22日付日本版ISAの道 その274「米国版『顧客本位の業務運営』 SEC『最善の利益規制』は9月10日施行(アドバイザー解散は7月12日施行)! 労働長官辞任で新・労働省フィデューシャリー・ルール12月公表が遅れる? 新しいCFP『倫理規定と行為基準』施行日がReg BI遵守日と同じ来年6月30日に!!」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190722.pdf)を参照の事。

(出所: 米DOL/労働省及び米SEC/証券取引委員会等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

※2: 岸田首相の NISA の抜本的拡充など「資産所得倍増プラン」!、「金融所得課税の見直しは NISA と共に」!!…



2022 年 5 月 5 日に岸田文雄首相が英国ロンドンの金融街シティ・オブ・ロンドンにある市庁舎「ギルドホール/Guildhall」で講演し、「我が国個人の金融資産は 2,000 兆円と言われていますが、その半分以上が預金・現金で保有されています。この結果、この 10 年間で米国では家計金融資産が 3 倍、英国では 2.3 倍になったのに、我が国においては 1.4 倍にしかなっていません。ここに日本の大きなポテンシャルがあります。私は、貯蓄から投資へのシフトを大胆・抜本的に進め、投資による資産所得倍増を実現いたします。そのために、**NISA(「ニーサ」)の抜本的拡充/major expansion of NISA, a tax exemption program for small investments—the Japanese version of an ISA**—や、**国民の預貯金を資産運用に誘導する新たな仕組みの創設など、政策を総動員して『資産所得倍増プラン/Doubling Asset-based Incomes Plan』を進めていきます。**」と発言した(2022 年 5 月 5 日付首相官邸ホームページ～ https://www.kantei.go.jp/jp/101_kishida/statement/2022/0505kichokoen.html、講演は日本語だが準備された英語のテキストに“Doubling Asset-based Incomes Plan” including a major expansion of NISA, a tax exemption program for small investments—the Japanese version of an ISA」などとある～ https://japan.kantei.go.jp/101_kishida/statement/202205/00002.html)。



(出所:首相官邸ホームページ)

翌 5 月 6 日に国民民主党の玉木雄一郎代表がツイッターで「岸田総理がシティで発表した『資産所得倍増計画』の柱は NISA の拡充。国民民主党は NISA の拡充には大賛成だし今の税制優遇策でも不十分だと思っている。」と発言している(Twitter～ <https://twitter.com/tamakiyuichiro/status/1522353181279555584?cxt=HHwWgMDUjeKJvqAqAAAA>)。

岸田首相(自民党総裁)の NISA 抜本的拡充は、NISA の生みの親が自民党の麻生太郎氏だった事から自然である(2021 年 10 月 18 日付日本版 ISA の道 その 344「金融所得課税の見直しは NISA と共に」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_211018_2.pdf)。

自然でないのは、衆院選(2021 年 10 月 31 日投票)の政権公約・政策集において NISA 拡充が自民党(や公明党)に無く、野党 4 党(維新、国民、立民、共産)にあった事(2021 年 11 月 8 日付日本版 ISA の道 その 345「NISA に 30%課税!? ポストコロナの NISA 拡充に期待!」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_211108_2.pdf)。NISA 拡充が無かったのは、岸田文雄氏が自民党総裁選(2021 年 9 月 29 日に総裁になり 2021 年 10 月 4 日に首相就任)で金融所得課税の強化を訴えた事で株価が約 12 年ぶりの長い下落を記録し「岸田ショック」を起こした事が背景にある(2021 年 10 月 18 日付日本版 ISA の道 その 344「金融所得課税の見直しは NISA と共に」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_211018_2.pdf)。金融所得課税の見直し(だけに)言及せず、麻生太郎氏のように「**金融所得課税の見直しは NISA と共に**」あれば違う形となっていた可能性がある(2021 年 10 月 18 日付日本版 ISA の道 その 344～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_211018_2.pdf)。

当コラムにおいて「金融所得課税の見直しはNISAと共に」(2021年10月18日付日本版ISAの道 その344～

https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_211018_2.pdf)と言う話をした後、2021年11月19日開催の政府税制調査会(首相の諮問機関)で一橋大の佐藤主光教授が「格差是正か、税収確保の観点か、いずれにせよ金融所得課税の強化は進めていかざるを得ない。少額投資非課税制度(NISA)など非課税投資枠の拡大と合わせて議論すべきだ。」(2021年11月19日付日本経済新聞電子版「金融所得課税強化に賛否 政府税調」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUA193HT0Z11C21A100000/>)、2021年11月13日付週刊ダイヤモンドで財務省財務総合政策研究所上席客員研究員の黒一正主任研究員(キャングローバル戦略研究所主任研究員)が「一つのヒントになるのは14年の証券税制改革だと思う。これは、13年度の税制改正大綱で決まったもので、NISAの拡充とセットで上場株式の配当や譲渡益等の税率などが見直された。これにより14年1月1日から上場株式の配当や譲渡益等の税率が10%から20%に変更され、かなりの増税となったが、その後の株式市場への影響はどうであったか。」(https://cigs.canon/article/20211207_6430.html、2014年の証券税制改革については2021年10月18日付日本版ISAの道 その344～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_211018_2.pdf)などと言う発言もあり、自民党の政権公約・政策集には「NISAの拡充」さえ無かったのに、2022年5月5日の岸田首相演説には「NISAの抜本的拡充」と言う強い表現になったと思われる。

2022年5月5日の演説について、「岸田演説は、木原誠二官房副長官(政務)と村井英樹首相補佐官を中心に嶋田隆首相首席秘書官をヘッドとする荒井勝喜首相秘書官(事務)ら秘書官グループの『チーム岸田』が準備したものだ。」(2022年5月10日付インサイドライン/insideline 5月10日号～ <https://insideline.co.jp/2022/05/10/inside-20220510/>)と言われる。

木原誠二官房副長官(政務)は「岸田氏に最も近い側近で、新しい資本主義の発案者と目される木原誠二官房副長官の最近の発言だ。木原氏は7日、野村証券が主催する機関投資家向けのテレビ会議に登壇した。海外勢中心の参加者に『市場軽視』の見方は誤解と強調。(1)金融所得課税の早期引き上げ(2)自社株買いの規制(3)四半期開示義務の廃止——の3点を明確に否定したという。…(略)…。木原氏は、預貯金に偏る個人金融資産を投資にシフトさせる重要性を強調した。金融所得課税の見直しは『検討するとは言っているが、時間をかけて取り組む課題。投資家層を広げることを優先したい』と説明したという。」(2022年4月26日付日本経済新聞朝刊「上滑りの『新しい資本主義』」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD251TR0V20C22A400000/>)と言う人であり、みずほフィナンシャルグループの木原正裕社長の弟である(木原誠二官房副長官…2021年10月18日付日本版ISAの道 その344「金融所得課税の見直しはNISAと共に」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_211018_2.pdf)。「岸田演説は、木原誠二官房副長官(政務)と村井英樹首相補佐官を中心に嶋田隆首相首席秘書官をヘッドとする荒井勝喜首相秘書官(事務)ら秘書官グループの『チーム岸田』が準備したものだ。」(2022年5月10日付インサイドライン/insideline 5月10日号～

<https://insideline.co.jp/2022/05/10/inside-20220510/>)の村井英樹首相補佐官は、内閣府大臣政務官(経済再生・金融庁担当)時代の2018年4月21日に金融庁が個人投資家を対象に開いた「つみたてNISA フェスティバル(#つみフェス2018)」に登壇するなど、NISA 拡充に寄与してきた人でもある(<https://muraihideki.com/>)。

野党がNISA 拡充を訴え、岸田首相(自由民主党)が「NISAの抜本的拡充」となれば、ジュニアNISAが2023年末で廃止予定(つみたてNISAの様に延期せず)となるなど、縮小の兆しも見えていたNISAの拡大可能性が一気に高まったと言える。

今まさに、2021年10月18日付当コラム(日本版ISAの道 その344)の見出し「金融所得課税の見直しはNISAと共に NISAの恒久化と年間投資上限額引き上げ、新ジュニアNISA/日本版529プラン(米国の教育資金積立制度)、成長の為に新しいNISAを期待!～NISAの本家・英国では今～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_211018_2.pdf)の可能性急上昇である。

そして、一層インデックスファンドに資金が向かう可能性が高くなっていると言える。

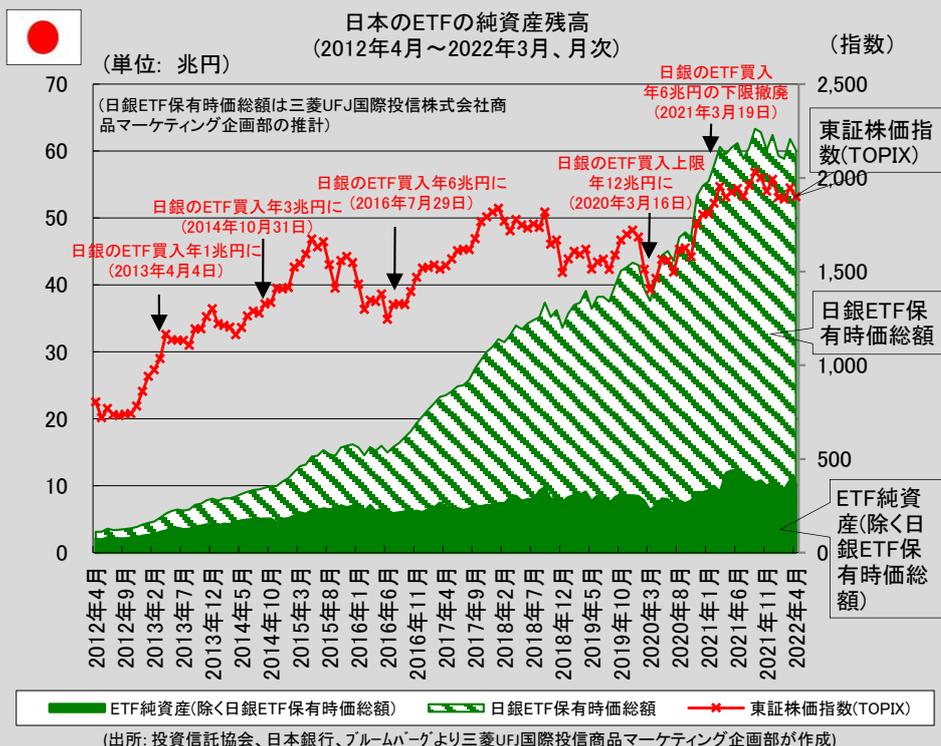
※3: パッシブの割合は日本が米国より高いのか、米国が日本よりも高いのか～日本銀行が保有するETFを含めるか含めないか～…



日本でETFを加えた投信(ETFを含む追加型株式投信)の純資産を見ると、**アクティブ運用投信の割合が45.1%**(2021年3月末の44.5%が過去最低)となる中、**パッシブ運用投信割合は54.9%**(2021年3月末の55.5%が過去最高)となっている。一方、米国でETFを加えた米投信(ETFを含むがMMFを含まない追加型)の純資産を見ると、**アクティブ運用投信の割合が54.3%**(過去最低)となる中、**パッシブ運用投信の割合は45.7%**(過去最高)を付けている(純資産は2021年12月末の12兆5,678億^F、1,446兆2,990億円が過去最大)。 **パッシブの割合は日本の方が米国より高い**(2022年3月末現在、ETFのパッシブ投信が占める割合は日本が100%、米国が95.7%)。 さらに、**10年間での伸び(2022年3月末までは日本が2.96倍と米国2.64倍よりも高い)**。

どこかイメージが違う。 **日本のETFを含まない投信(追加型株式投信)と米ミューチュアルファンド(ETFもMMFも含まない追加型)で見ると、10年間での伸び(2022年3月末までは日本が1.84倍、米国2.20倍となるが、こちらの方がイメージ通りであろう。** **日本銀行(日銀)のETF(パッシブ投信の割合は100%)買い入れが大きな影響を与えている**(2020年5月26日付日本版ISAの道 その306「コロナ禍でも日米投信の命運を握る金融当局 -日本: 日銀買入でETFが投信の純流入や純資産の4分の3超」～ https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200526.pdf)。 日銀は2010年12月15日からETF買い入れを始めて以降、積極的に買入を進めてきて、2020年には約7兆1366億円と言う年間ベースで過去最高のETF買い入れを行った。ただ、2021年には8734億円と大きく減らしている。日銀は新型コロナウイルス対応の臨時措置として、2020年3月にETF買入上限を年12兆円へ拡大したが、2021年3月には上限(12兆円)は残して、原則6兆円という下限は撤廃、「必要に応じて」買い入れを行う、と表現を変えている。

日銀が保有するETFは、2021年9月末決算時点での時価は52兆8952億円で、2022年3月末は50.9兆円と推計される。 **投資信託協会によるETF純資産は61兆7,908億円なので、10.9兆円が日銀保有を除くETF純資産となる。** **日銀保有ETFを除いて見ると、アクティブ運用投信の割合が68.6%**(過去最低)となる中、**パッシブ運用投信の割合は31.4%**(過去最高)となり、**パッシブの割合は米国の方が日本より高くなる**。ちなみに、日本の追加型株式投信(日本の単位型株式投信のインデックスファンドは除く)では**アクティブ運用投信の割合が77.2%**(過去最低)となる中、**パッシブ運用投信(インデックスファンド)の割合は22.8%**(過去最高)だった。



※4: 日本に今導入されつつある総経費率は日本版(米国)エクスペンスレシオ、日本版(欧州)オンゴーイングチャージ…



コスト比較において当コラムではこれまで日本は実質的な信託報酬率(ファンドの信託報酬にファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬を加えた実質的な信託報酬率)を使っていた(2021年2月22日付日本版ISAの道その328「資産運用業高度化ブログ レスレポート2021」に向けて)~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210222_2.pdf など)。投資先ファンドの運用管理費用を含める最善の方法だった。ただ、**投資先ファンドの運用管理費用および運用管理費用以外の費用(監査費用や保管費用など)についても可能な限り開示する「総経費率」が日本でも導入された。米国のエクスペンスレシオ/expense ratiosや欧州のオンゴーイングチャージ/ Ongoing Charges/OCS(2012年6月からで、それまでは Total Expense Ratio/TER)等に近づく。日本の投資信託協会が2018年9月20日に2019年9月30日以降に決算日を迎える投信の運用報告書(全体版)および交付運用報告書に総経費率を参考情報として開示するよう義務付けたのである**([https://www.toushin.or.jp/fileadmin/open/gyoumu/file/publiccomment/180920_運用報告書\(総経費率\)/【参考1】「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」等の一部改正の概要\(180920\).pdf](https://www.toushin.or.jp/fileadmin/open/gyoumu/file/publiccomment/180920_運用報告書(総経費率)/【参考1】「投資信託及び投資法人に係る運用報告書等に関する規則」等の一部改正の概要(180920).pdf))。

さらに日本の投資信託協会は、欧米にならい交付目論見書にも総経費率を記載すべく2022年3月14日までパブリックコメントを募集し2022年4月21日にその結果を発表している

(<https://www.toushin.or.jp/static/publiccomment/ichiran/22447/>)。 **交付目論見書では「2024年からの実施を目指す」**(2022年2月15日付時事通信社「目論見書に「総経費率」を記載へ=購入前にコスト比較しやすく-投信協会が細則改正でパブコメ募集~ <https://www.toushin.or.jp/static/publiccomment/ichiran/22443/>)。当コラム筆者が寄稿する月刊「投資信託事情」の2016年1月号「投信のコスト革命、変革の波はグローバルなトレンド!~米国や英国との投信保有コスト比較~」(<https://ibbotson.co.jp/research/jitr/jitri/>)などからずっと紹介・分析し続けてきた欧米のコストがようやく日本に導入されてきた様である。

投信の経費率の国際比較イメージ 2022年5月16日現在
 ~日本の総経費率、米国のエクスペンスレシオ、欧州のオンゴーイングチャージ~ ○…含む、×…含まない、△…注意点。

国	項目	運用管理費用 (信託報酬)				ファンドオフパ ンズの信託報酬	その他費用				信託財産留保額	値引き
		投信会社	成功報酬 (※1)	販売会社 (代行手数料)	受託会社		売買委託手数料	アンバンドリング (※3)	監査報酬 (監査費用)	信託事務の処理にかかるその他の費用等 (目論見書・運用報告書等の印刷費用、有価証券届出書関連費用等を含む)		
日本	総経費率	×	○	○	○	○	×	×	○	△ (「信託報酬-投信会社」に含まれる事が多いもの「その他費用」となる事も有る~※4)	×	×
米国	Expense RatioもしくはTotal annual operating expenses	×	○	○	○	○	×	△ (欧州で登録するファンドを運用する投信会社中心にアンバンドリング~※3)	○	△ (「Transfer agent Fees」から「Sub-transfer agency Fees」として販売会社に払われる事も有る~※5)	×	○ (Net Expense Ratioの場合)
欧州 (PRIIPs KID、2019年12月31日まで UCITS KID、※6参照)	On-going charges/OCS	×	○	×	△ (かからないファンド、かかるファンドが混在)	○ (15%未満は Management Chargeで良いなどの措置あり)	×	○ (2020年7月24日に債券市場と中小企業を除いた~※3)	○	○	×	×

※1: 欧米の成功報酬/Performance Fee...Incentive Feesとも言われるもので、欧州では基準価額最高値(ハイウォーターマーク/High-Water Mark/HWM)を上回った場合にその超過分の20%を成功報酬として受け取る人が多い。本数で5%近くある。ただ、米国ではヘッジファンドなど適格投資家向け私募投資及び条件を満たす富裕層向け投資アドバイザーを除き、成功(時のみ)報酬は禁止されている。ただ、パフォーマンスにより信託報酬・投信会社分を年±0.2%などと報酬を上下させるものは可(過剰リスクの抑制効果あり)で、それが1970年代に導入したフィデリティ・インベストメントを中心に本数で1%近く存在している。尚、欧州では成功(時のみ)報酬も可能であるものの、PRIIPs KIDでは(2019年12月31日までUCITS KIIDでも)、OCS から除かれ、OCSと並べて明瞭に開示される。

※2: 米国のエクスペンシオ/経費率の「その他費用」…トータル・リターン・スワップ等の店頭デリバティブはマルチアルファでもオルタナティブ投信や債券投信を中心に使われているが、その手数料はエクスペンシオ/経費率の「その他費用」に入らず目論見書の小さな活字の脚注に「トータル・リターン・スワップ等デリバティブのコストは〇%」などとあるにどまる。2021年3月22日以降に米国で起きたアルケゴスショック/アルケゴス問題で問題視された。2021年4月26日付日本版ISAの道 その332「ヘッジファンドを模倣するファミリーオフィスと投信〜アルケゴスの様なレバレッジをかけるオルタナティブ投信(LJMやインフィニティQ) アルケゴスの使ったトータル・リターン・スワップ/CFD等デリバティブは投信でも使え、手数料はエクスペンシオ/経費率の「その他費用」に入らない!!!」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_210426_2.pdf)を参照。

※3: アンバンドリング…販売手数料及び代行手数料を投信の外枠でアドバイザー・フィーとして徴収する事。「日本の投信のコストにはほかにも重大な問題がある。信託財産から別途差し引く株式の売買委託手数料に証券会社から受け取る銘柄レポートなどの代金を含んでいることだ。欧州では18年から第2次金融商品市場指令(MIFID2)が適用され、売買執行費用とリサーチ費用の明確な分離を義務付けている。リサーチ費用は信託報酬を受け取った運用会社が負担しなければならないとの決まりがある。日本ではリサーチ費用が売買手数料に上乗せされ、顧客の信託財産から支払われている。」(2020年9月2日付日本経済新聞電子版「投信コスト尽きぬ疑問 どうぶり動に終止符を 編集委員 前田昌孝」~ <https://www.nikkei.com/article/DGXMZ063296510R00C20A9000000/>)。「ウォール街は調査分析とトレード執行をセットで提供する方針を長年守ってきたが、UBSやクレディスイス、ゴールドマン・サックス、バークレイズを含め複数が、最近になってこれを緩めた。」(2020年1月24日付 Bloomberg「Wall Street Caves on MIFID, Allows Separate Payment for Research」~ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-01-24/wall-street-caves-on-mifid-allows-separate-payment-for-research>)。ただ、発端のEUでは、中小企業を対象としたリサーチが減る要因になったと問題となり、EUでは2020年7月24日に債券市場と時価総額10億ユーロ(約1230億円未満の企業)に関する投資リサーチをリバンドル(2020年7月20日付日本版ISAの道 その311「資産運用業高度化プロセスレポート2020」~日本のパフォーマンスとファンド数と専用ファンド、欧州のプロダクトガバナンス規制、米国のインベストメント・デューティレギュレーション(DOLのESG規制)~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_200720.pdf、月刊「投資信託事情」2017年11月号Strategic Vistas MIFID IIが全世界にリサーチ革命や市場構造変化のモーメントを起す? リサーチを巡り欧米(米国内で)攻防も! 欧米の金融当局、証券会社、銀行、資産運用会社、アナリストは対応を急ぐ! ~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_171113.pdf)。

※4: 日本の信託事務の処理等に要する諸費用…「投信によっては目論見書、運用報告書、有価証券届出書などの法定開示書類の作成・印刷費用を『その他』として、別枠で徴収しているところがある。ETFと確定拠出年金・ラップ・SMA専用投信を除く追加型投信の純資産総額上位100本を調べたところ、信託報酬に含まれる。つまり、運用会社が支払う目論見書に明記してあるファンドが60本、『その他』として信託財産から別途徴収するファンドが24本、何も記載していないファンドが12本、『信託報酬』と『その他』の両方の欄に記載され、どちらか不明なファンドが4本だった。…(略)…信託事務の処理等に要する諸費用(監査費用、目論見書・運用報告書等の印刷費用、有価証券届出書関連費用等を含む)は別途負担と書いた商品があることだ。」(2020年9月2日付日本経済新聞電子版「投信コスト尽きぬ疑問 どうぶり動に終止符を 編集委員 前田昌孝」~ <https://www.nikkei.com/article/DGXMZ063296510R00C20A9000000/>)。

※5: 米国のManagement FeesとTransfer agent Fees and expense…投信会社に支払われるが、投信会社はそこからAccount servicing, Sub-transfer agency, Sub-accounting, Recordkeeping, Other administrative services)に対する報酬を販売会社に支払う場合がある。SEC/証券取引委員会は推奨に利益相反を作る可能性があるとして、2020年6月30日から遵守されているSECルールの最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BIでは軽減または排除を求めている(2019年12月16日付日本版ISAの道 その291「金融庁が参考とする米国のレギュレーション「ベスト・インタレスト/Reg BI」日本に同様の規制が適用されたら、衝撃度は米国の比ではない? 鍵は「執行(enforcement)」による規制/ルール策定!! 保険版フィデューシャリー・ルール「ベスト・インタレストレギュレーション187」適用!!!」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_191216.pdf)。

※6: EUのPRIIPs KID…EUの「売買委託手数料/Brokerage Charges Or Costs Of Dealing In Fixed Interest Securities Or Market Impact costs」は「All costs related to the transactions」として、OCS から除かれ、OCSと並べて明瞭に開示。2017年12月25日付日本版ISAの道 その209「2018年1月3日からMIFID II(ミフィッド・ツー)が始まる」欧州ではクリスマス返上も! PRIIPs, PSD2, RDRも含め理解〜PSD2によりオープンAPIでインテック拡大、データアグリゲーション型ロボアドバイザーやビットコイン活用デジタル・バンクも〜」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_171225.pdf)。

尚、欧州ではTotal Expense Ratio/TERと言うものがあるが、2012年6月からはOngoing Charges/OCSへ移行している。TERとOCSの大きな違いは、TERは成功報酬を含み、OCSは成功報酬を含まない事。

(出所: 各国規制当局、投信協会、目論見書/Prospectus、運用報告書/Annual ReportもしくはSemi-Annual Report等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

※5: モーニングスター「グローバル・インベスター・エクスペリエンス・スタディ:手数料と費用」…



2022年3月30日に米国モーニングスター/Morningstarが「グローバル・インベスター・エクスペリエンス・スタディ:手数料と費用/Global Investor Experience Study:Fees and Expenses」を公表した

(<https://www.morningstar.com/lp/global-fund-investor-experience>)。日本語は月刊「投資信託事情」の2022年5月号「米国 Morningstar『グローバル・インベスター・エクスペリエンス(GIE)』世界各国のファンド市場の『手数料と費用』にある」(<https://ibbotson.co.jp/research/jtr/data-articles/>)。これは、モーニングスターが世界26か国の投資信託市場について、「手数料と費用」、「規制と税金」、「情報開示」、「投信販売」と言う4つの分野において投資家の視点で評価を行うもので、2年に1度発行、前回は2019年で(前回については2020年2月3日付日本版ISAの道 その295「日本の証券手数料は海外に比べ割高?」~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_200203.pdf ※2)、今回は7回目となる。

2022年3月30日に「手数料・費用」が公表された。投資最少額が10万ドル未満のファンドを個人投資家向けとして集計対象にして、主としてエクスペンシオの加重平均の水準や、ノーロードファンドの利用しやすさ等を見る。「上位」(最高評価)とされたのは、オーストラリア、オランダ、米国の3か国。英国は前回の「上位」から「平均超」に下がり、前々回の「下位」(最低評価)から前回「平均未満」へ改善したカナダは今回も「平均未満」。日本については、前回や前々回と同様「平均」(5段階評価の中央)でインドと同じ。

日本はノーロードのファンドを容易に購入できる一方で、ファンドの保有期間に継続的に販売会社に支払う費用のないファンドがほぼ存在しないことが反映されていると言う。また、日本は、資産額で加重した費用の中央値が、株式型ファンドと債券型ファンドで高く、そしてアロケーション型ファンドで相対的に低いという構造を有していると言う。なお、日本と同じ「平均」のインドは「上位」のオーストラリア、オランダと同様、販売手数料が完全に禁止されている。

図表 1: 「手数料と費用」の評価

「上位」	「平均超」	「平均」	「平均未満」	「下位」
オーストラリア	↑ 韓国	↑ ベルギー	カナダ	イタリア
オランダ	↑ ノルウェー	デンマーク	↓ 中国	台湾
米国	↑ 南アフリカ	フィンランド	フランス	
	スウェーデン	↑ ドイツ	香港	
	英国	インド	メキシコ	
		日本	シンガポール	
		↓ ニュージーランド		
		↑ スペイン		
		↓ スイス		
		↓ タイ		

出所: 米国 Morningstar ↑ は前回調査より評価が改善 ↓ は前回調査より評価が低下

(出所: 月刊「投資信託事情」の 2022 年 5 月号)

オーストラリアの投信(や年金)については、2019 年 9 月 2 日付日本版 ISA の道 その 278『アジアの投信大国オーストラリアの金融規制・投信・年金』～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190902.pdf), 2019 年 9 月 30 日付日本版 ISA の道 その 282『年金・投信、家計金融資産の国際比較(米英豪中心)』～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190930.pdf) が参考になろう。

米国、オランダ、英国、インドの投信については、2017 年 6 月 19 日付日本版 ISA の道 その 186「クリーン・シェア投信は既に世界で拡大中!～米国フィデューシャリー・デューティー/受託者責任ルール向け投信のクリーン・シェア投信、米国に先行する英国やオランダ、インド等のクリーン・シェア投信を見る～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_170619.pdf) が参考になる。

英国については、2019 年 8 月 5 日付日本版 ISA の道 その 276『英国ウェルスマネジメント最新動向』英国のリテール証券ビジネスで拡大する限定アドバイス型・垂直統合型(独立アドバイス型からの転換)、全国の IFA を RFA として取り込む事～FCA/金融当局のプラットフォーム解約手数料制限でハーグリーブス・ランズタウン等のプラットフォーム vs セント・ジェームズ・プレイス/SJP 等の限定アドバイス・垂直統合型!～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190805.pdf), 2021 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 330『欧州資産運用業界最新動向』日本の金融庁『重要情報シート』が参考にする欧州の『PRIIPs KID』は欧州の投信協会やアナリスト協会等の反対を押し切り来年 2022 年から?～欧州の MiFIDII プロダクトガバナンス規制、英国のバリュー・アセスメント・レポート/AoV レポート(ハーグリーブス・ランズタウン、クリーン・シェア(や ACS)の現況～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210322_2.pdf) が参考になる。

以 上

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー：
「各年…<https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html>」、
「2013年2月1日付日本版ISAの道 その1から一気に見る/検索する…
<https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html>」もしくは
Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料はNISA(少額投資非課税制度)など内外の資産運用に関連する情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡りする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。

本資料中で使用している指数について

- ・ TOPIX (東証株価指数)に関する知的財産権その他一切の権利は東京証券取引所に帰属します。
- ・ ブルームバーグ(BLOOMBERG)は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー(Bloomberg Finance L.P.)の商標およびサービスマークです。パークレイズ(BARCLAYS)は、ライセンスに基づき使用されているパークレイズ・バンク・ピーエルシー(Barclays Bank Plc)の商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社(以下「ブルームバーグ」と総称します。)またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・パークレイズ・インデックス(BLOOMBERG BARCLAYS INDICES)に対する一切の独占的権利を有しています。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会